



## MARKET INSIGHT

Febbraio 2017



# LA CARTOLARIZZAZIONE SINTETICA È TORNATA!

La cartolarizzazione è stata quasi conosciuta come una brutta parola alla fine della crisi finanziaria globale. In seguito alla cessione di Bear Stearns, al crac di Lehman e alla stretta creditizia, una serie di investitori ha scoperto che una miriade di prodotti creditizi si trovava sull'orlo della crisi. ABCP, CPDO, CDO e CDO square, solo per citarne alcuni, sono stati definiti in tutti i mezzi di informazione come le cause principali della peggiore crisi finanziaria dopo la Seconda guerra mondiale. All'eccezione del credito strutturato "plain vanilla", le strutture più complesse sono scomparse per un certo periodo e gli investitori si sono concentrati su strutture e strategie più semplici. Il 2016 ha visto un solido ritorno di operazioni di cartolarizzazione sintetica negli stati patrimoniali bancari e nel 2017 è molto probabile che ne vengano registrate altre. Bloomberg ha appena comunicato che Banco Santander e Lloyds Banking Group si sono avvalsi di queste transazioni come una soluzione per ridurre la loro esposizione al rischio creditizio. Ad inizio 2016, il fondo pensionistico olandese PGGM ha reso nota una transazione di EUR 2,3 miliardi con il finanziatore spagnolo Banco Santander. In che cosa consistono esattamente queste transazioni? Esse costituiscono una minaccia per il sistema?

La cartolarizzazione sintetica, anche designata come obbligazioni di alleggerimento dei requisiti patrimoniali o transazioni con condivisione del rischio, prevede la presenza di una banca, di un portafoglio di crediti in bonis e di un investitore disposto a vendere assicurazione. La banca acquista protezione creditizia, ricorrendo alla tecnologia dei derivati di credito, su un portafoglio di

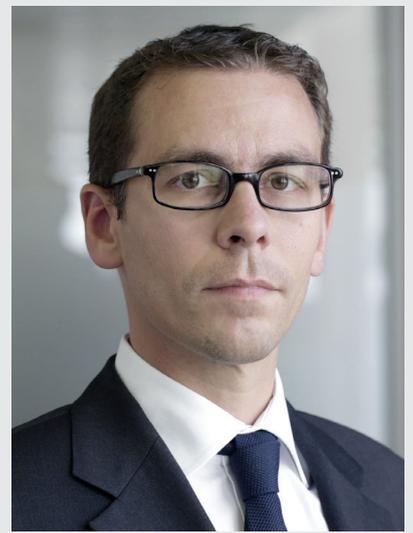
crediti da un investitore, normalmente un fondo pensionistico sofisticato, un investitore nel credito specializzato o un hedge fund. La banca mantiene la titolarità dell'attività sul proprio stato patrimoniale ma il rischio di credito viene trasferito al venditore dell'assicurazione. La logica che spinge la banca a stipulare una tale transazione è il fattore di alleggerimento dei requisiti patrimoniali sul proprio stato patrimoniale nonché la copertura del rischio di credito. Poiché il rischio di credito viene trasferito a un'altra entità, il trattamento patrimoniale dei crediti rimanenti sullo stato patrimoniale della banca viene ridotto, in tal modo influenzando positivamente sull'indice RWA della banca.

La "cartolarizzazione sintetica" è l'opposto di una transazione "true sale". In una transazione "true sale", la banca e l'acquirente si accordano su un portafoglio di crediti che viene sostanzialmente trasferito all'acquirente in cambio di finanziamento. La logica alla base di una transazione "true sale" è il finanziamento. Nel caso di una transazione sintetica, la logica è la gestione del rischio di credito. La banca non riceve un pagamento alla chiusura della transazione ma soltanto se si verifica un evento legato al credito, ossia una perdita nel portafoglio creditizio. Le normali transazioni, di tipo "true sale" o sintetico, implicano esposizione aziendale, trade finance ed erogazione del credito a piccole e medie imprese. Normalmente i mutui ipotecari non rientrano nell'ambito di tali operazioni.

Il ritorno di tali transazioni è un chiaro esempio della dinamica dell'offerta e della domanda. Da un lato, le banche

subiscono pressioni dall'autorità di regolamentazione per la ristrutturazione dello stato patrimoniale nel contesto di Basilea 3 e l'aumento dei coefficienti Tier 1. Pur se Basilea 4 sembra rimandata per il momento, il trattamento patrimoniale dei crediti rimane dispendioso e le banche sono incentivate a individuare soluzioni per ridurre la loro esposizione. Inoltre, una serie di banche continua ad essere afflitta da un'esposizione non strategica o da crediti in sofferenza. La vendita di questa esposizione sul mercato secondario è fattibile, ma le transazioni sono lunghe e piuttosto complesse. A ciò si aggiunge che gli investitori in crediti in sofferenza europei stanno diventando esigenti. Sul fronte della domanda, gli investitori sofisticati come gli hedge fund creditizi proseguono la ricerca del rendimento ed una serie di fondi ha accesso al capitale a lungo termine, ciò che consente loro di partecipare a tali transazioni. L'anno scorso, alcuni fondi sono stati lanciati al solo scopo di investire in tali operazioni mentre altri gestori destinano una percentuale dei loro portafogli di credito specializzati alla cartolarizzazione sintetica.

Sebbene gli investitori non debbano dimenticare che la cartolarizzazione sintetica non rappresenta una soluzione per ridurre il rischio nel sistema, si tratta unicamente di un trasferimento del rischio da una banca a un'entità non bancaria. Poiché le transazioni sono private, può essere difficile per l'autorità di regolamentazione monitorare l'entità esposta a un particolare rischio di credito, il quale ha portato al coinvolgimento dell'autorità stessa.



**NICOLAS ROTH**  
HEAD OF ALTERNATIVE INVESTMENTS

*“Quando adeguatamente strutturate e se correttamente monitorate nel contesto di un quadro di riferimento comunemente accettato, la cartolarizzazione sintetica o le transazioni con condivisione del rischio costituiscono uno strumento positivo per il settore bancario.”*

La Commissione europea ha già adottato una solida visione in relazione alla cartolarizzazione “true sale”. Ha riconosciuto che la cartolarizzazione, se di elevata qualità e strutturata nel contesto di un quadro di riferimento comunemente accettato, può aggiungere valore all'economia reale. Di conseguenza ha emanato criteri per rendere le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (criteri STS). La regola di semplicità implica che le attività trasferite non siano gravate, che non si sia verificata alcuna perdita e che i crediti abbiano avuto origine durante il normale svolgimento dell'attività. La regola di trasparenza presume che la banca da cui ha origine la transazione sia in grado di fornire dati storici sulle perdite agli investitori mentre la regola di standardizzazione afferma che i rischi di tasso di interesse e di cambio debbano essere mitigati e che la metodologia di mitigazione sia divulgata nonché una serie di altre condizioni. Se si ritiene che una transazione “true sale” sia STS, alla banca viene concesso un trattamento normativo preferenziale.

Benché la Commissione europea non abbia ancora pienamente approvato i criteri STS per le transazioni sintetiche, in un recente rapporto l'Autorità bancaria europea ha raccomandato che le cartolarizzazioni sintetiche, nel rispetto di un elenco specifico di vincoli, possano beneficiare di un trattamento equivalente a quello garantito alle loro controparti “true sale”. Il dibattito è tuttora in corso ma la maggior parte dei partecipanti è ottimista sul fatto che questa tecnologia di condivisione del rischio otterrà un riconoscimento ufficiale.

L'adozione di uno standard armonizzato per le operazioni sintetiche non può che essere visto positivamente per le banche e gli investitori europei. Dalla prospettiva delle banche, operare nel contesto di un quadro di riferimento condiviso consentirebbe loro di eseguire le transazioni in modo più efficiente mentre gli investitori si troverebbero in una posizione migliore in fase di esecuzione della due diligence poiché molto probabilmente i dettagli di strutturazione convergeranno. Infine, oggi si osserva un mercato secondario emergente che può trarre vantaggio dall'armonizzazione delle operazioni.

Quando adeguatamente strutturate e se correttamente monitorate nel contesto di un quadro di riferimento comunemente accettato, la cartolarizzazione sintetica o le transazioni con condivisione del rischio costituiscono uno strumento positivo per il settore bancario. Esse consentono alle banche di concentrarsi sulla loro attività di credito strategica trasferendo nel contempo il rischio di credito indesiderato agli investitori istituzionali. Analogamente alla vendita dell'esposizione non strategica, la condivisione del rischio rappresenta una soluzione per le banche per rafforzare lo stato patrimoniale e reinvestire il capitale nelle attività strategiche, aumentando pertanto la probabilità di aggiungere valore all'economia reale e potenzialmente promuovere la crescita europea.

**INFORMAZIONE IMPORTANTE** - Il presente contenuto viene fornito da REYL & Cie Holding SA o/e una delle sue entità (qui di seguito "REYL") solo a titolo indicativo, è destinato solo ad un uso interno e non potrà in nessun caso costituire un'offerta, una consulenza o una raccomandazione di acquistare o vendere un valore mobiliare o di effettuare qualsiasi transazione, né peraltro una consulenza di altro tipo, in particolare all'attenzione di un destinatario che non sia un investitore qualificato, accreditato, eleggibile e/o professionale. Esso è destinato ad un uso esclusivo da parte del suo destinatario e non potrà, per qualsivoglia altra ragione, essere trasferito, stampato, scaricato, utilizzato o riprodotto. REYL dedica la massima attenzione alla preparazione ed all'aggiornamento delle informazioni di tale contenuto, ottenute da fonti autorevoli, senza tuttavia garantirne la pertinenza, l'esattezza, l'eshaustività. Pertanto REYL, nonché i suoi amministratori, direttori, dipendenti, operatori ed azionisti, non assumono alcuna responsabilità per le perdite ed i danni di qualsivoglia natura derivanti dall'uso delle informazioni di tale contenuto. Esso è previsto esclusivamente per un destinatario che comprenda ed assuma tutti i rischi impliciti ed espliciti che ne derivano. Tutte le decisioni prese dal destinatario in materia di investimenti dipendono dalla sua sola responsabilità e si basano esclusivamente sulla sua valutazione indipendente (e da quella dei suoi consulenti professionisti) della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi di investimento, dei rischi specifici, dei criteri di eleggibilità, delle conseguenze giuridiche, fiscali, contabili, nonché sulla sua interpretazione delle informazioni. REYL non si assume nessuna responsabilità per quanto riguarda l'adeguatezza o meno delle informazioni, delle opinioni, dei valori mobiliari, dei prodotti citati in questo contenuto. Le performance passate di un valore mobiliare non garantiscono le sue performance future. Il presente contenuto è stato preparato da un dipartimento di REYL che non costituisce un'unità organizzativa responsabile dell'analisi finanziaria. REYL è soggetta a esigenze normative e prudenziali distinte ed alcuni valori mobiliari e prodotti di investimento non possono essere offerti in tutte le giurisdizioni o a qualsiasi tipo di destinatario. Il destinatario deve dunque conformarsi alle normative locali. Non vi è alcuna intenzione da parte di REYL di offrire valori mobiliari o prodotti di investimento in paesi o giurisdizioni ove tale offerta fosse illegale in virtù del diritto interno applicabile.