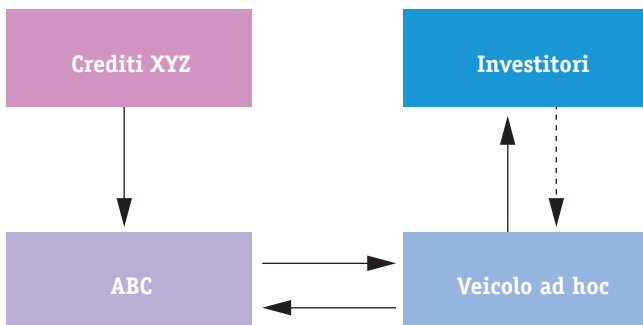


CARTOLARIZZAZIONE

Questa parola chiave affronta per la prima volta il capitolo degli strumenti finanziari in Sanità.

Iniziamo da un termine che diventa sempre più frequente tra i gestori della sanità "cartolarizzazione"; come per tutti gli strumenti esiste un preliminare livello di concettualizzazione tecnica che non può essere evitato, ancorché proposto in una prospettiva essenzialmente non specialistica.

La **cartolarizzazione** è la trasformazione di un pool di crediti pecuniari in strumenti finanziari, sottoscritti da parte di una società veicolo (SPV) ad investitori istituzionali¹. I titoli strutturati sono collegati ai crediti e non al loro originario possessore ed assumono caratteristiche tali da rendere le operazioni appetibili per gli investitori². Gli elementi base di un'operazione di cartolarizzazione ideata a fronte di un portafoglio di crediti possono essere di seguito illustrati:



Il portafoglio di crediti "XYZ" detenuto da un soggetto ABC (l'"originator") è venduto ad una società veicolo costituita ad hoc per l'operazione di cartolarizzazione (dall'inglese Special Purpose Vehicle o SPV). Lo SPV³ finanzia l'acquisto attraverso l'emissione e vendita di titoli (Asset-Backed Securities o ABS) emessi a fronte dei crediti.

Durante la vita della transazione i crediti ceduti remunerano i sottoscrittori degli ABS. L'evento economico sottostante ai crediti ed il rischio ad esso collegato viene trasferito da ABC agli investitori ed ai garanti nella sua quasi totalità (spesso infatti l'originator trattiene una parte dei rischi).

La gestione amministrativa dei crediti viene effettuata da un soggetto detto "servicer"⁴. Il servicer può essere sia ABC sia altra entità specializzata (a condizione che si tratti di una banca o un intermediario finanziario, ex art. 107 Testo Unico Bancario⁵).

Perché cartolarizzare?

Esistono diversi aspetti secondo i quali è conveniente cartolarizzare i crediti per ABC. I principali sono:

- **Migliore gestione dello stato patrimoniale.** Si cedono crediti contro liquidità a pronti, per cui i ratios patrimoniali migliorano. ABC diventa più appetibile per eventuali altri finanziatori di capitale di rischio e di prestito (principalmente per gli originator di natura finanziaria) e viene incentivata l'efficienza gestionale (vedi, ad esempio, le Aziende Sanitarie Pubbliche).
- **Matching tassi e scadenze.** Possibilità di eliminare i rischi dei tassi di interesse (fisso contro variabile) e di disallineamento delle scadenze delle poste accese in bilancio.
- **Creazione di nuova liquidità.** La cessione del portafoglio di crediti XYZ permette ad ABC di ottenere nuova liquidità con la quale affrontare nuovi business o nuovi investimenti evitando di dover ricorrere a ricapitalizzazioni. Inoltre, questa creazione di nuova liquidità ed i vincoli sottostanti possono incentivare una gestione più efficiente caratterizzata da interventi efficaci (vedi, ad esempio, il caso delle Aziende Ospedaliere nel nostro Paese).
- **Costo.** La raccolta di denaro può avvenire a tassi più attraenti di quello che il mercato offre attraverso altri strumenti tradizionali.
- **Diversificazione** del portafoglio di investimenti sia a breve sia a lungo periodo.
- **Miglioramento del conto economico.** ABC attualizza il valore del portafoglio XYZ e la cessione viene fatta cristallizzando un profitto. Inoltre ABC, se effettua il servicing, incassa una commissione pagata dal veicolo utilizzato (SPV).
- **Attraverso il ricorso a questo strumento** si possono raggiungere investitori istituzionali e mercati internazionali più sofisticati, permettere ad ABC di migliorare la propria immagine. Questo contribuisce a notevoli economie di costo per operazioni finanziarie successive.

Per quanto attiene poi gli aspetti meno vantaggiosi, bisogna correttamente affermare che non sempre "conviene",



soprattutto a causa dei costi, utilizzare un'operazione di cartolarizzazione. Infatti, un'operazione di cartolarizzazione può presentare aspetti di grande onerosità e complessità (vedi, ad esempio, il caso dei portafogli di piccolo importo laddove a causa di costi fissi elevati risulta sconsigliabile). Ancora, è necessario dotarsi di un efficiente sistema informativo con lo scopo principale di generare flussi di cassa atti a prestare il servizio del debito. Va da sé che in presenza di queste particolari (ma non rare) situazioni è sconsigliabile effettuare delle operazioni di cartolarizzazione.

La struttura di un'operazione di cartolarizzazione

Una volta evidenziati i vantaggi e gli svantaggi di una operazione di cartolarizzazione, diviene importante definirne la struttura.

Gli elementi importanti di una struttura di cartolarizzazione sono stati rappresentati nel grafico precedente. Tuttavia bisogna evidenziare che la struttura dei crediti delle attività cartolarizzate in larga misura detterà la forma dei titoli emessi a fronte di tali attività (i titoli sono chiamati Asset-Backed Security o ABS e nel caso di emissione a fronte di mutui ipotecari Mortgage-Backed Securities o MBS).

L'ABS, che ad esempio potrebbe essere un titolo con scadenza di 5 anni a tasso variabile o fisso, dovrà essere emesso a fronte dei crediti del pool XYZ. La cessione del portafoglio è di solito una cessione pro soluto.

Tuttavia è importante sottolineare che la struttura deve essere immaginata in relazione alla necessità di investimento.

Pertanto sarà possibile prevedere emissioni di più tranche di titoli, con rischi, scadenze, cedole e rendimenti sia fissati preventivamente sia variabili in funzione dell'evento economico sottostante.

NOTE

1. All'operazione possono (ed in alcuni casi devono), in base alla l. 130/99, partecipare altri soggetti: un ente garante, una società di servicing, un'agenzia di rating (cfr. Bruno B, La cartolarizzazione dei crediti, in PL Fabrizi, G Forestieri, P Mottura (a cura di), Strumenti e servizi finanziari, Egea, Milano, 2003).
2. È utile sottolineare che un aspetto importante e significativo di questa operazione risiede nel fatto che per ogni operazione sviluppata il ricavato derivante dall'emissione viene destinato per pagare le attività cartolarizzate; dall'altro lato, i flussi di cassa così generati vengono via via impiegati per il rimborso e la remunerazione dei sottoscrittori di ABS.
3. Esistono soluzioni tecniche per poter effettuare delle transazioni utilizzando strumenti di legislazioni non interni (nel caso in cui non esistesse una normativa ben definita). È importante sottolineare comunque che lo SPV ha il solo ed unico compito di comprare le attività da cartolarizzare finanziandosi attraverso l'emissione di obbligazioni, per cui rappresenta un mero strumento giuridico attraverso il quale l'istituto può avere accesso a fonti di provvista altrimenti non raggiungibili. La natura dello SPV non permette quindi allo strumento di effettuare alcun altro tipo di operazione se non quelle previste e progettate in anticipo. In sostanza è un soggetto la cui capacità giuridica è limitata.
4. L'originator, ovvero ABC, nel momento in cui inizia una transazione si preoccupa di organizzare un gruppo di lavoro formato dal proprio ufficio legale, finanziario e contabile; inoltre anche chi si occupa della gestione informatica delle attività collaterali sottostanti deve essere messo a conoscenza dell'operazione. Infatti molto spesso è il sistema informativo di chi cede i crediti che deve essere in grado di informare gli investitori circa l'effettiva performance del collaterale cartolarizzato. Spesso, sebbene la cessione dei crediti sia pro soluto, l'operazione impone a XYZ di preoccuparsi della gestione amministrativa e dell'incasso del pool. Ciò avviene a fronte di una commissione. L'originator diventa quindi "servicer" e dovrà gestire, per conto dello SPV, anche i ritardi nei pagamenti o eventuali fallimenti dei debitori. Inoltre, anche un "back-up servicer" viene nominato per assicurare che se ABC dovesse non essere in grado di effettuare quanto prestabilito, ugualmente un soggetto potrà garantire la gestione dei flussi indicati. Lo SPV non può occuparsi direttamente di questa attività dato che il suo statuto è limitato alla possibilità di acquistare le attività da cartolarizzare ed emettere titoli a fronte di queste per finanziare l'acquisto stesso. Ancora, XYZ mantiene il contatto diretto con i propri clienti a cui i crediti possono fare riferimento potendo controllare il regolare svolgimento del proprio business. È importante sottolineare che in alcuni casi di cartolarizzazione l'attività di servicing viene delegata a terze controparti. Ciò può avvenire per varie motivazioni, come, ad esempio, la tipologia dei crediti e la capacità tecnica che l'originator ha di assolvere tale funzione (l. 130/99).
5. Se costituito in forma societaria, il cessionario (definito dalla legge Società per la Cartolarizzazione dei Crediti) si configura come un intermediario finanziario disciplinato dagli artt. 106 e 107 del TUB, avente come oggetto sociale esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. L'esclusività dell'oggetto sociale tutela i portatori di titoli dal rischio che le somme derivanti dall'incasso dei crediti siano destinate al pagamento di altre obbligazioni sorte in seguito ad attività di impresa di diversa natura (Fabrizi PL, Forestieri G, Mottura P a cura di, Strumenti e servizi finanziari, Egea, Milano, 2003).
6. Le società di rating si occupano della valutazione del rischio relativo ai titoli emessi. Tale rischio è rappresentato dall'eventualità che i flussi non riescano a remunerare i sottoscrittori dei titoli così come previsto dalla documentazione legale. Il rating gioca una parte fondamentale nella strutturazione di un'emissione dettandone talvolta dei precisi vincoli come ad esempio i tipi di miglioramenti del rischio di credito che devono essere effettuati. Le agenzie di rating inoltre monitorano costantemente la situazione debitoria ed il suo evolversi. Se tutti i debitori dovessero incontrare problemi per far fronte ai pagamenti probabilmente il rating iniziale AAA potrebbe essere abbassato a AA o A, così come sarebbe se i problemi dovessero essere incontrati dalle istituzioni che partecipano all'operazione per i vari tipi di miglioramento della struttura. Questo potrebbe non costituire più un rischio per XYZ, ma solo per gli investitori.

Il miglioramento della struttura


Per rendere appetibile l'investimento in ABS emessi da ABC vengono utilizzate diverse forme di miglioramento della struttura in maniera da poter ottenere il rating⁶ (AAA, AA, etc) da parte delle agenzie incaricate della valutazione, rendendo le emissioni meno soggette ai rischi connessi alle attività finanziarie collaterali.

I miglioramenti dei rischi da considerare per ottenere tale giudizio sono:

- **Rischio liquidità.** Per coprire il rischio che i flussi previsti si manifestino in ritardo a causa delle inadempienze dei debitori sottostanti. I metodi di miglioramento possono essere lettere di credito, fondi subordinati o altre garanzie bancarie.
- **Rischio di credito.** Per coprire il rischio di insolvenza delle attività sottostanti (tutti i debitori decidono di non pagare quanto dovuto). Ciò avviene ad esempio o per lettera di credito o attraverso l'emissione di una tranche subordinata a quella senior o attraverso l'utilizzo di depositi subordinati al corretto rimborso dei titoli.
- **Interest rate risk.** È il rischio legato al fatto che le attività cartolarizzate possono essere denominate a tasso fisso contro il tasso variabile (o altro tipo di indicizzazione) che i titoli emessi pagano agli investitori e viceversa. Si utilizzano contratti swap.
- **Rischio valuta.** Nel caso in cui la transazione sia effettuata in una divisa diversa da quella in cui sono espresse le attività si effettueranno dei "currency swap" per migliorare questo rischio.
- **Rischio di reinvestimento.** Nel caso in cui dei flussi di denaro debbano fermarsi nello SPV per un certo periodo di tempo prima di essere distribuiti agli investitori può accadere che tali flussi non siano impiegati in maniera da garantire un ritorno uguale a quello da destinare agli investitori stessi. Per migliorare questo rischio si utilizzano i GIC o "guaranteed investment contracts".

Francesco Saverio Mennini

CEIS Sanità, Università Tor Vergata, Roma



Hai dieci ottime ragioni
per collegarti ad Internet.

Eccole.

Assistenza Infermieristica e Ricerca
www.air-online.it

Bambini e Nutrizione
www.bambinienutrizione.it

Bollettino della Società Italiana di Farmacia Ospedaliera
www.bollettinosifo.it

CARE. Costi dell'Assistenza e Risorse Economiche
www.careonline.it

Epidemiologia e Psichiatria Sociale
www.eps-journal.com

Politiche Sanitarie
www.politichesanitarie.it

Recenti Progressi in Medicina
www.recentiprogressi.it

Ricerca & Pratica
www.ricercaepratica.it

Rivista di Psichiatria
www.rivistadipsichiatria.it

Tumori
www.tumorionline.it

Troverai disponibili

- > i pdf di articoli selezionati di ogni numero;
- > la ricerca per autore, titolo e parola chiave;
- > la presentazione della rivista e le norme per gli autori.

www.pensiero.it
Il Pensiero Scientifico Editore