

**CARTOLARIZZAZIONI** Sono tra le vittime illustri dei subprime  
Nessun collocamento pubblico nel 2008. I titoli emessi in  
Italia vengono scambiati con la Banca centrale europea

# Ci resta solo Trichet

di Francesco Ninfolo

**N**on c'è mercato per le cartolarizzazioni. Nessuna delle operazioni effettuate in Italia nel primo semestre ha avuto sbocco sui listini, dopo un 2007 record per le quotazioni. Perché? Semplice: è diventato quasi impossibile trovare acquirenti per le famigerate asset backed securities (abs, ovvero titoli garantiti da attivi). Ma per le banche non è certo terminata l'esigenza di reperire liquidità, tutt'altro. È per questo che le cartolarizzazioni si continuano a fare, anche se in quantità minore (*vedere grafici a lato*): la novità è però che da un anno sono rivolte esclusivamente a operatori qualificati e, per la maggior parte, alla banca centrale europea. Nel medio periodo gli investitori non professionali resteranno invece alla larga dagli abs.

**Sui mercati regna** la sfiducia, anche dove i subprime non hanno avuto impatto diretto. In Italia, per esempio. Le emissioni degli istituti italiani non hanno nulla a che fare con i mutui non pagati dal signor Smith. Eppure anche in Italia gli operatori hanno preferito evitare svalutazioni causate dalla mancanza di compratori di abs, rimaste in molti casi senza prezzo. È l'effetto subprime. «La crisi ha cambiato il profilo degli investitori» osserva Alessandro Settepani, analista di Fitch Ratings. «Sono usciti coloro che cercavano sicurezza e titoli a tripla A. Chi investe oggi in abs ha una logica diversa: è un operatore specializzato in cerca di rendimenti più alti». Corrado Fiscale, partner di Simmons & Simmons, studio legale che ha

curato la recente operazione di Banca Italease, evidenzia anche la crescita delle cartolarizzazioni con struttura warehouse, che prevedono prima dell'emissione pubblica «una prima fase con titoli non quotati e senza rating, sottoscritti privatamente».

Ma è soprattutto la Bce a colmare il bisogno di liquidità delle banche. L'istituto di Francoforte raccoglie abs (con determinate caratteristiche, per esempio un rating superiore a A-) e fornisce in cambio contanti, attraverso operazioni di pronti contro termine (repo). Se non lo facesse, molti istituti di credito si ritroverebbero senza risorse per gestire l'attività quotidiana. Sono dunque le stesse banche che prima avviano la cartolarizzazioni e poi sottoscrivono i titoli emessi, con lo scopo di trasferirli subito dopo alla banca centrale. Non a caso le dimensioni dei singoli deal sono in crescita: decisa un'operazione, le società preferiscono liberare la maggior parte possibile di attivi non liquidi.

**Quali sono gli asset che fanno da sottostante agli abs?** I più utilizzati sono ancora i mutui residenziali di buona qualità (non subprime): 8,6 miliardi su un totale di 14. Seguono a distanza i leasing (2,4 miliardi). La variazione più significativa è la scomparsa delle cartolarizzazioni del Tesoro, in particolare quelle derivanti da crediti sanitari, che negli anni passati incidono in maniera rilevante sui volumi complessivi. Le Regioni non utilizzano più le cartolarizzazioni a causa del recepimento in Italia della normativa europea, che impone di considerare come debito ogni dilazione di pagamento di crediti superiore ai 12 mesi.

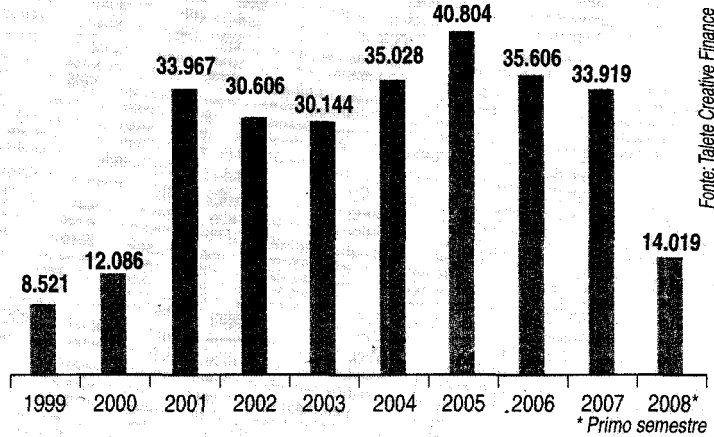
Il rallentamento delle cartolarizzazioni apre spazi a forme diverse di finanziamento per le banche, co-

me i covered bond, che offrono agli investitori la doppia garanzia del veicolo e della banca. Per questo motivo la banca non può usufruire della segregazione degli attivi, come succede nelle cartolarizzazioni. «I covered bond non consentono liberazione del capitale di vigilanza», osserva Federico Del Monte di Simmons. È vero però che i covered bond, proprio per la maggiore garanzia offerta, sono per le banche un metodo meno costoso di finanziamento e nello stesso tempo vanno incontro all'esigenza degli operatori di investimenti più sicuri (in genere hanno rating tripla A). In Italia, grazie all'entrata in vigore della normativa che li regola, sono state appena annunciate due emissioni di covered bond, quelle di Banca Popolare di Milano e di Ubi Banca. Ma anche altri istituti hanno avviato progetti di questo tipo.

**Ma quali sono** le prospettive per il vecchio modello di cartolarizzazioni, con il collocamento sul mercato dei titoli emessi? Lo scossone dei subprime richiede ancora tempo prima di essere assorbito. Ma è giusto fare due osservazioni. Primo: i titoli italiani sono garantiti da mutui a basso rischio. Secondo: i rendimenti sono aumentati. Abs che a giugno 2007 rendevano l'euribor più 10 punti base, ora possono arrivare a 120 punti base. Un'occasione per investitori specializzati, soprattutto in un periodo in cui le banche stanno riducendo l'esposizione al rischio (l'ultima ad annunciarlo è stata Unicredit). «Le cartolarizzazioni pagano l'eccessiva sfiducia dei mercati, ma consentono vantaggi rispetto ad altri strumenti», ritiene Fiscale. «Nel 2009, sulla spinta degli alti rendimenti, potrebbe iniziare la ripresa del mercato». (riproduzione riservata).

**IL RALLENTAMENTO DELLE CARTOLARIZZAZIONI**

Volumi per anno, in milioni di euro



**SCENDE ANCHE IL NUMERO DI OPERAZIONI**

