

NUOVI PRODOTTI FINANZIARI

Massimiliano RUDELLA*

* Ufficio Sviluppo Mercato AREA Science PARK
Ente coordinamento Sistema della ricerca - Regione FVG

T'operazione di **CARTOLARIZZAZIONE** tradizionale è un'operazione di finanza strutturata volta a realizzare un processo che consiste nella cessione di crediti da parte di una banca (definita "originator") a una società qualificata (definita "società veicolo"), la quale provvede alla conversione di tali crediti o attività in titoli negoziabili sul mercato secondario.

In sostanza, con l'operazione di cartolarizzazione, i flussi di cassa futuri derivanti dal portafoglio di attività di un'impresa vengono ceduti ad un soggetto specializzato che provvede a "riconfezionarli" e a presentarli sul mercato sotto forma di titoli aventi caratteristiche di rendimento/rischio coerenti con le condizioni prevalenti del mercato stesso e quindi collocabili presso gli investitori.

La cartolarizzazione potrebbe trovare applicazione anche in un contesto particolare come la microfinanza, in quanto attraverso la cartolarizzazione le Istituzioni di microfinanza (MFI) possono ottenere quantità di risorse finanziarie derivanti dagli investitori locali e internazionali.

Peraltro, a livello internazionale, la cartolarizzazione è stata utilizzata poco nell'ambito della microfinanza, in quanto:

- è necessario per le MFI avere a disposizione una struttura legale in grado di supportare questo tipo di operazioni;
- nonostante queste operazioni si possano presentare profittevoli, la prima cartolarizzazione effettuata da un'istituzione risulta molto dispendiosa in termini sia di costi sia di tempo.

I diversi attori coinvolti nella strutturazione di un'operazione di cartolarizzazione devono essere tutti remunerati; ciò, in molti casi, rende antieconomica l'operazione, specie per il segmento dei microprestiti. Tuttavia, la cartolarizzazione può apportare numerosi benefici al programma di microcredito poiché, migliorando il profilo di liquidità e di patrimonializzazione degli intermediari finanziari che hanno erogato i micro-prestiti, permette una migliore performance e sostenibilità del programma stesso. I soggetti pubblici possono intervenire in tali operazioni fornendo linee di liquidità e garanzie aggiuntive a supporto del buon fine delle stesse.

Fino ad oggi tali operazioni sono state realizzate solo nelle economie emergenti dove i portafogli di microprestiti degli intermediari finanziari sono, in genere, più numerosi e meglio diversificati (ciò permette una ottimizzazione dei costi e dei benefici della cartolarizzazione).

La **TRANCHED COVER** è una forma particolare di cartolarizzazione sintetica e può essere definita cartolarizzazione virtuale, in quanto non si ha il montaggio di una struttura societaria (il veicolo della cartolarizzazione) destinata a cedere il rischio sui mercati finanziari. L'operazione di *tranchéd cover* prevede che il portafoglio creditizio sia di norma suddiviso in due parti:

- la **tranche junior** (quella più rischiosa) esposta a perdite che di fatto vengono trasferite ad un fornitore di protezione il quale le copre con un *cash collateral* (un fondo monetario) al 100%. I fondi monetari necessari per costituire tale *cash collateral* presso la

banca *originator* possono essere forniti da qualsiasi soggetto: banca, soggetto privato, fondo delle pubbliche amministrazioni, un confidi vigilato o non vigilato. Tale soggetto garante costituisce in pegno un ammontare di cash collaterale pari all'importo della suddetta tranche. All'esaurimento di tale cash collaterale, il garante non risponde delle perdite precedenti;

- la **tranche senior**, il cui rischio rimane in capo alla banca.

Le operazioni di *tranchéd cover*, oltre ad evitare i costi di *arrangement* e collocamento, nonché di creazione e amministrazione della società veicolo, di consuetudine non ricorrono all'oneroso giudizio delle agenzie di rating; in contropartita, esse non consentono di trasferire integralmente le esposizioni, né di accedere al mercato internazionale del *credit risk transfer*.

Un'operazione *tranchéd* è complessa da impostare e monitorare ed è conveniente per operazioni di importo significativo e, soprattutto, apporta un beneficio sostanziale solo alle banche che hanno scelto di adottare, ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali per il rischio di credito, l'approccio *Advanced* (banche più complesse, dotate di strumenti di misurazione del rischio di credito sofisticati).

Nonostante ciò, le operazioni di *tranchéd cover* sono state già realizzate nel mercato italiano, anche se non in relazione al microcredito, poiché esse sono un utile strumento di mitigazione del rischio di credito di portafoglio. Tuttavia, esse sono facilmente applicabili al comparto del microcredito, poiché si sostanziano in operazioni di garanzia su un intero portafoglio di prestiti di piccolo importo. Gli operatori pubblici o privati che dispongono di risorse monetarie per costituire fondi di garanzia potrebbero facilmente sce-

gliere di strutturare una *tranchéd cover* per fare garanzia direttamente su un intero portafoglio di microcrediti anziché sulla singola posizione, migliorando per tale via il profilo di liquidità e patrimonializzazione dell'intermediario bancario e, di conseguenza, la performance del programma di microcredito nel suo complesso.

Inquadramento giuridico del MICROLEASING

Dal punto di vista tecnico, il microleasing non presenta differenze rispetto ad una comune operazione di leasing, anche perché l'assenza di una disciplina giuridica su tale prodotto impedisce di darne una definizione condivisa e di individuarne le specifiche caratteristiche, al di là del ridotto importo e del target di riferimento, costituito comunque da soggetti a basso reddito.

Il *microleasing* rientra nei cosiddetti "contratti atipici" e, al pari di qualsiasi operazione di leasing, la sua disciplina è rinvenibile nella prassi contrattuale più che nelle scarse fonti normative. L'unica definizione giuridica del *leasing* (applicabile anche al microleasing anche se non sufficiente a definire quest'ultimo) è quella dell'art. 17 della L. 183/1976, comma 2, secondo cui: "Per operazioni di locazione finanziaria si intendono le operazioni di locazione di beni mobili e immobili,

acquistati o fatti costruire dal locatore, su scelta e indicazione del conduttore, che ne assume tutti i rischi, e con facoltà per quest'ultimo di divenire proprietario dei beni locati al termine della locazione, dietro versamento di un prezzo prestabilito".

Caratteristiche generali del leasing

Con riferimento alle due classiche tipologie del leasing – il leasing finanziario ed il leasing operativo – il microleasing viene fatto rientrare solitamente nella prima categoria, che consente di acquisire la proprietà del



bene al termine del contratto e prevede sempre la presenza di un intermediario finanziario (società di leasing).

In particolare, con il contratto di **leasing finanziario** la società di leasing (lessor) acquista da un fornitore, o fa costruire, un bene

in base alle indicazioni del cliente (*lessee*), che lo riceve in uso assumendosene tutti i rischi, anche di perimento, per un tempo determinato. Il cliente paga un corrispettivo periodico (canone di leasing) che tiene conto del costo del bene sostenuto dalla società di leasing, della durata del contratto e del prezzo fissato per l'eventuale acquisto finale da parte del cliente stesso.

Al termine del periodo di utilizzo del bene, il cliente potrà normalmente esercitare il **diritto di opzione**, versando un'ulteriore somma, al fine di acquistarne la proprietà.

È dunque un'operazione complessa, che si compone:

- del contratto di *leasing* propriamente detto, stipulato tra utilizzatore e società di *leasing*;
- di un contratto di acquisto stipulato tra fornitore e società di *leasing*.

Il contratto di *leasing* ha **finalità di finanziamento** dell'utilizzatore: il canone non assume la funzione di corrispettivo di una locazione ma è piuttosto una modalità pattizia per la restituzione di un finanziamento che si presuppone avvenuto per una somma corrispondente al valore dell'operazione economica posta in essere.

Inoltre, il *leasing* finanziario si differenzia dalla locazione in quanto:

- la manutenzione è normalmente a carico dell'utilizzatore;

RAFFRONTO TRA LEASING FINANZIARIO E LEASING OPERATIVO

	LEASING FINANZIARIO	LEASING OPERATIVO
BENI DA CONCEDERE IN LEASING	MOBILIARI E IMMOBILIARI	MOBILIARI E DI CONSUMO
DURATA DEL CONTRATTO	24 / 72 MESI	< 24 MESI
FORMA GIURIDICA	CONTRATTO DI CESSIONE D'USO «SUI GENERIS»	ELEMENTI DI ANALOGIA CON I CONTRATTI D'AFFITTO
PRESTAZIONI PRINCIPALI	FINANZIAMENTO DI UN INVESTIMENTO	«NOLEGGIO», MANUTENZIONE, PRESTAZIONI DI SERVIZIO
AMMORTAMENTO DEL BENE	SOLTANTAMENTE ENTRO LA SCADENZA DEL CONTRATTO	NEL CORSO DI DIVERSI PERIODI CONTRATTUALI, SOLTANTAMENTE A REVE TERMINE
ISCRIZIONE A BILANCIO	NESSUN OBBLIGO DI ISCRIZIONE A BILANCIO PER L'UTILIZZATORE DEL LEASING	GENERALMENTE L'UTILIZZATORE DEL LEASING NON EFFETTUA L'ISCRIZIONE A BILANCIO

- l'utilizzatore assume il rischio della mancata riconsegna del bene e dunque sarà tenuto a corrispondere i canoni anche quando il bene perisce per fatto a lui non imputabile;
- i miglioramenti del bene divengono di proprietà del concedente, senza

indennizzo;

- prima della stipula del contratto di *leasing* il concedente non ha alcun diritto sul bene;
- il canone comprende il prezzo del bene anche quando la durata del *leasing* è inferiore alla vita tecnico-economica del bene stesso;
- l'utilizzatore non può cedere né sublocare il bene a terzi.

Il rischio di insolvenza dell'utilizzatore è coperto dal diritto di proprietà del bene, conservato nella titolarità del concedente fino all'esercizio dell'eventuale diritto di opzione.

Le differenze con la vendita a rate consistono nel fatto che, nel *leasing*, l'acquisto in proprietà avviene solo nel caso in cui venga esercitato il diritto di opzione.

I **costi del leasing** a carico del cliente sono composti dalle seguenti voci:

- **tassa di stipula**, in percentuale del valore dell'acquisto, esigibile all'apertura del contratto;
- **canoni di leasing** da corrispondere alla società di leasing per la durata del contratto;
- **valore residuo esigibile** allo scadere del contratto, qualora il cliente desideri avvalersi dell'opzione d'acquisto e diventare così proprietario del bene.

Una particolare forma di leasing finanziario è il **sale and lease-back** (o semplicemente **lease-back**), che

consiste in un contratto di vendita di un bene stipulato tra un'azienda che lo possiede e una società di leasing che, contestualmente, lo assegna in locazione finanziaria alla stessa azienda cedente. Il cedente pertanto si trasforma da proprietario in utilizzatore del bene (*lessee*). Lo scopo di tale operazione è procurare al *lessee* una liquidità economica come corrispettivo della vendita, mantenendo il godimento del bene venduto e potendo esercitare il diritto di opzione al termine del contratto. Il *leasing operativo* è, invece, un'operazione che non prevede l'opzione di acquisto finale del bene da parte del cliente. Con tale figura negoziale un produttore o distributore di beni ad elevata standardizzazione dà direttamente in godimento un proprio bene all'utilizzatore (*lessee*), dietro pagamento di canoni periodici per un periodo di tempo commisurato alla vita economica del bene, alla scadenza del quale normalmente avviene la restituzione dello stesso. Secondo una parte della dottrina, il *leasing operativo* non è un contratto atipico ma va ricompreso nello schema della locazione, dell'affitto o del noleggio, a seconda delle peculiarità del caso concreto.

LA MICROASSICURAZIONE

Dal punto di vista della normativa nazionale **non esiste, allo stato, una definizione univoca della microassicurazione** dal momento che tale fattispecie

non trova collocazione in una cornice regolamentare, a differenza di quanto avviene per il microcredito. Infatti, mentre per il microcredito è possibile effettuare un esplicito rinvio a quanto previsto dall'art. 111 del Testo Unico Bancario, spostando l'attenzione al Codice delle Assicurazioni non si individua alcun riferimento specifico.

A livello internazionale, una definizione del fenomeno è individuabile all'interno di un documento prodotto nel 2007 dall'International Association of Insurance Supervisors (IAIS), secondo cui esistono diverse modalità per poter interpretare la microassicurazione. In particolare, da parte dell'Autorità di vigilanza internazionale la microassicurazione non è considerata come un'attività differente da quella dell'assicurazione tradizionale, se non per quanto riguarda:

- la ridotta dimensione del premio che viene pagato;
- la ridotta copertura offerta;
- la tipologia dei soggetti beneficiari, che si qualificano generalmente come soggetti a basso reddito.

Per il resto, lo IAIS non deroga da quelle che sono le regole già previste per l'assicurazione tradizionale. In conclusione, la microassicurazione può essere definita **come un'assicurazione "standard" offerta a soggetti a basso reddito, caratterizzata da un premio ridotto e, di conseguenza, da un ridotto risarcimento.**

