

Università degli Studi di Padova



Facoltà di Scienze Statistiche

Corso di Laurea Triennale in Statistica, Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**L'assicurazione finanziaria: Un esempio di
emissione di titoli obbligazionari**

Financial insurance: Sample of Bond Issuance

Relatore: Prof. Francesco Naccarato

Laureanda: Verena Viskovic- 564524

Anno Accademico 2008-2009

Introduzione	4
1. Il finanziamento tramite obbligazioni	5
1.1 Obbligazioni	5
1.2 Credit rating	5
1.2.1 La procedura di assegnazione di Moody's	6
1.3 Cartolarizzazione delle obbligazioni tramite le compagnie di assicurazione finanziaria	7
1.4 Tipologie di emissione: European Medium Term Note Program	9
2. Esempio di emissione obbligazionaria per l'acquisto del materiale rotabile nel Regno Unito	10
2.1. La descrizione della transazione	10
2.1.1. Overview	10
2.1.2 La classificazione e il rating delle obbligazioni	12
2.2 Struttura	15
2.3 Struttura legale	16
2.4 Pagamento degli affitti	17
2.4.1 RSF 1- Analisi del credito	18
2.4.2 RSF 2- Analisi del credito	18
2.5 Incremento del credito ed allocazione dei flussi di cassa	19

3. Esempio ipotetico di emissione obbligazionaria per l'acquisto del materiale rotabile nella Regione Liguria	22
3.1 Analisi e valutazione della struttura più adatta per l'acquisto del materiale rotabile	23
3.1.1 Prima ipotesi	23
3.1.2 Seconda ipotesi	24
3.2 Assicurazione finanziaria	25
3.3 L'analisi delle tre possibili tipologie di emissione	25
3.4 Il rapporto con Sawford	27
 Bibliografia	 28
 Siti web di consultazione	 29

Introduzione

Svolgendo lo stage presso la Sawford Benedict Plc, una società inglese con sede principale a Londra e filiali a Milano e Montecarlo, specializzata in finanza aziendale e in particolare nelle operazioni di raccolta del capitale di debito, capitale di rischio e ristrutturazione del debito, sono rimasta particolarmente affascinata da un caso che per motivi della attuale crisi finanziaria non è stato portato alla realizzazione.

Per approfondire la mia conoscenza dei strumenti di finanza strutturata ho deciso di sfruttare l'ambiente in cui mi trovavo durante lo svolgimento dello stage e quindi di portare avanti il progetto basandomi sulla lettura dei casi svolti dalla società in precedenza, che purtroppo non è possibile citare apertamente per i motivi di riservatezza ed in particolare in base ad un esempio simile realizzato nel Regno Unito.

1. Il finanziamento tramite obbligazioni

1.1 Obbligazioni

Le obbligazioni, chiamate anche titoli obbligazionari oppure bond, sono titoli di credito emessi dal settore pubblico e dalle società al fine di ottenere capitali per i propri scopi. L'emittente dell'obbligazione di impegna a restituire il capitale e i relativi interessi maturati al creditore a una data scadenza.

Le obbligazioni possono essere divise in base alla struttura dei pagamenti degli interessi. La cedola è una delle forme generalmente più utilizzate dalle società per pagare gli interessi all'investitore, la cedola può essere fissa o variabile, a secondo che si sia sottoscritto un'obbligazione a tasso fisso o variabile. Esistono però anche delle obbligazioni senza cedola, denominate anche zero coupon, dove gli interessi vengono pagati al momento della scadenza del titolo dove viene restituito il capitale investito, maggiorato degli interessi maturati durante il periodo di vita del titolo.

1.2 Credit rating

Il credit rating è uno strumento che misura il grado di rischio di insolvenza¹ del credito di un determinato debitore (rating di controparte) o di un singolo prestito. Di norma è espresso attraverso un “voto” facente parte di una determinata scala di gradazione. Ad ogni classe di rating è associata una specifica probabilità che il

1 L'impossibilità di pagare i propri debiti (il capitale e gli interessi) secondo le modalità e le scadenze previste.

soggetto a cui viene assegnato il rating risulti insolvente.

Il rating esterno viene assegnato dalle agenzie di credit rating (denominate anche External Credit Rating Assessment Institutions) di quali Moody's, Fitch e Standard and Poor's.

1.2.1 La procedura di assegnazione di Moody's

Come esempio della procedura di assegnazione di credit rating fornisco quella di Moody's in quanto nel esempio del secondo capitolo è stato Moody's ad assegnare il credit rating agli emittente delle obbligazioni.

Secondo la procedura di Moody's il rischio di insolvenza si divide in tre categorie:

1) Rischio specifico della società:

Consiste nell'analisi della struttura di emissione, nell'analisi qualitativa e quantitativa della società e nell'analisi della posizione della società sul mercato. L'analisi qualitativa comprende l'esperienza del management della società, la sintesi delle strategie pianificate dalla società con la relativa previsione del rischio e delle opportunità delle stesse mentre l'analisi quantitativa comprende informazioni finanziarie degli ultimi tre esercizi e la previsione finanziaria per i prossimi cinque.

2) Rischio del settore nel quale la società opera:

Consiste nell'analisi del settore al livello nazionale e al livello globale, il che comprende la concorrenza, le opportunità e i

pericoli legati al settore.

3) Rischio del paese:

Comprende le stesse analisi come quelle settoriali appena spiegate a livello del paese più la i limiti e i vantaggi della regolamentazione del paese.

1.3 Cartolarizzazione delle obbligazioni tramite le compagnie di assicurazione finanziaria

Le compagnie di assicurazione finanziaria sono coloro che rilasciano garanzie finanziarie a favore degli emittenti dei titoli obbligazionari, tali da poter accedere al mercato dei capitali con il massimo credit rating e quindi con la probabilità dell'insolvenza del credito minima. Le compagnie di assicurazione finanziaria in cambio ricevono un premio. Le garanzie sono rappresentate dall'obbligo del pagamento del capitale e degli interessi qualora l'emittente risulti insolvente in base alle modalità definite con i creditori. In base al credit rating sotto il quale vengono emesse le obbligazioni vengono calcolati gli interessi dovuti al creditore.

In questo modo gli emittenti possono raggiungere il mercato dei capitali più facilmente e pagando minori interessi (dato il massimo credit rating delle compagnie di assicurazione finanziaria) che inoltre risulteranno più appetibili per gli investitori.

Vantaggi per gli emittenti:

- minori interessi
- maggior accesso al mercato
- semplificazione dello svolgimento dell'operazione

Vantaggi per gli investitori:

- miglioramento della qualità del portafoglio
- eliminazione dei rischi di credito
- maggior liquidità del titolo

La procedura di cartolarizzazione viene fatta in base alla struttura standard che è stata usata negli esempi descritti successivamente nella tesi. La struttura standard avviene in modo successivo:

- 1) La società che vuole emettere le obbligazioni ha due possibilità. Una è di creare una società di scopo denominata anche special purpose vehicle (d'ora in avanti SPV) che emetterà le obbligazioni oppure può essere direttamente essa ad emetterle.
- 2) La compagnia di assicurazione finanziaria dà le garanzie all'emittente in cambio di un premio.
- 3) L'emittente individua una banca che collocherà le obbligazioni sul mercato.
- 4) L'emittente si impegna a pagare il capitale e gli interessi al creditore. Qualora si verifichi la situazione in cui l'emittente è impossibilitato di ripagare il debito, la compagnia di assicurazione finanziaria lo farà al suo posto.
- 5) Nel caso l'emittente sia la SPV, il debitore finale è la società che ha creato la SPV.

1.4 Tipologie di emissione: European Medium Term Note Program

European Medium Term Notes Program (d'ora in avanti EMTN Program) è un programma di emissione di obbligazioni con garanzie collaterali a medio/lungo termine (entrate derivanti dalla gestione caratteristica dell'emittente, conto corrente d'appoggio) a cosiddette tranche. L'emissione a tranche intende un programma composto da più singole emissioni. Le date di emissione e di scadenze dei pagamenti sono predeterminate.

Il programma consente la durata di emissione dai due ai trenta anni e con le varie tipologie di obbligazioni in base alla struttura del pagamento degli interessi. La procedura per la predisposizione a questo programma prevede la raccolta alcuni principali documenti al fine di stabilire gli obblighi dell'emittente, che deve assicurarsi che le obbligazioni da lui emesse siano offerte al pubblico o ammesse alla transizione su un mercato regolamentato dalle disposizioni dell'Unione Europea. Alla fine della raccolta dei documenti principali viene creato il Prospetto Informativo che è assimilabile ad un passaporto per l'emittente che gli consente di reperire capitali sul mercato dell'Unione Europea.

2. Esempio di emissione obbligazionaria per l'acquisto del materiale rotabile nel Regno Unito

Fornisco un esempio di emissione obbligazionaria svolta nel 1996 nel Regno Unito. Nel 1996 il Ministero dei trasporti del Regno Unito ha deciso di privatizzare una parte delle ferrovie dello stato. La causa della privatizzazione era dovuta all'utilizzo frequente di alcune tratte da parte di pendolari, il che comportava profitti minori derivanti dalle vendite di biglietti. Al fine di realizzare il programma di privatizzazione, il Ministero dei trasporti ha utilizzato una specifica transazione.

2.1. La descrizione della transazione

2.1.1. Overview

Emittente	Rolling stock finance 1 Plc ² Rolling stock finance 2 Plc
Debitore finale	Porterbrook leasing company Ltd
Cash manager	Bankers trust company Ltd
Controparte swap ³	Union Bank of Switzerland
GIC provider ⁴	Union Bank of Switzerland
Trustee ⁵	Bankers Trustee Company Ltd
Lead manager	Union Bank of Switzerland

2 Una public limited company (Plc) è un tipo di società con responsabilità limitata all'interno del sistema del Regno Unito.

3 Per swap si intende lo scambio dei flussi di cassa tra due parti a scadenze diverse.

4 GIC (Guaranteed Investment Contract) è il contratto tra due parti, l'emittente delle obbligazioni e il depositario del conto corrente di appoggio, con il quale il depositario del conto corrente si impegna a pagare gli interessi predeterminati sull'ammontare dello stesso.

5 Amministratore fiduciario, amministra i beni o il denaro di terzi all'interno di una struttura.

Struttura	Debito strutturato garantito dai flussi dell'affitto
Caratteristiche dell'affitto	
Tipo	Affitto delle carrozze passeggeri
Locatore	Porterbrook leasing company Ltd
Conduttore	17 compagnie ferroviarie del Regno Unito
Scadenza	Fino ad 8 anni
Garanzie di supporto	Rolling stock finance 1 Plc: tutti gli affitti garantiti dal Ministero dei trasporti del Regno Unito; Rolling stock finance 1 e 2 Plc: pounds 10.263.515 garanzie collaterale di cassa (conto corrente di appoggio), ulteriore garanzia nella Rolling stock finance 2 Plc con priorità di pagamenti
Data di emissione	18 ottobre 1996

Rolling stock finance 1 Plc e Rolling stock finance 2 Plc (d'ora in avanti RSF 1 e RSF 2) società di nuova costituzione che hanno emesso obbligazioni sul mercato. L'ammontare complessivo delle obbligazioni era di 544.840.000 sterline di cui:

- RSF 1 ha emesso 442.100.000 sterline di obbligazioni ad interesse variabile garantite dal Ministero dei trasporti del Regno Unito
- RSF 2 ha emesso 102.740.000 sterline di obbligazioni ad interesse variabile in parte garantite dal conto corrente di appoggio.

Porterbrook leasing company Ltd (d'ora in avanti Porterbrook) è il debitore finale. La liquidità ottenuta dalle obbligazioni emesse da RSF 1 e RSF 2 è stata data in prestito a Porterbrook per l'acquisto del materiale rotabile dal Ministero dei trasporti del Regno Unito. Dopo aver acquistato il materiale rotabile Porterbrook lo ha affittato in parte a 17 compagnie denominate Train Operating Companies (d'ora in avanti TOC) e in parte a Freightliner.

Il compito della Union Bank of Switzerland (d'ora in avanti UBS) era di organizzare e condurre l'emissione delle obbligazioni. UBS ha svolto anche il ruolo di controparte dello swap, di depositario del conto corrente di appoggio e di GIC provider.

2.1.2 La classificazione e il rating delle obbligazioni

Per ottimizzare i pagamenti dovuti ai sottoscrittori delle obbligazioni alla scadenza delle stesse e le entrate dagli affitti è stato deciso di fare l'emissione a tranche. Il rating e la classifica dei tranche è stata assegnata da Moody's. La divisione fatta è la seguente:

Società emittente	Classe	Numero di tranche	Rating	Ammontare (sterline)	Date di emissione
RFS 1	A	1	Aaa	134600000	Ottobre 1998
	A	2	Aaa	65000000	Ottobre 1999
	A	3	Aaa	65000000	Ottobre 2000
	A	4	Aaa	110000000	Aprile 2002

	A	5	Aaa	67500000	Marzo 2004
RSF 2	A		Aaa	71420000	Marzo 2004
	B		Baa2	31325000	Marzo 2004

Il rating Aaa delle obbligazioni emesse da RSF 1 si basava su:

- 1) la garanzia del Ministero dei trasporti (d'ora in avanti Ministero)
- 2) un'analisi della base dei termini d'affitto per determinare la solidità degli stessi
- 3) un'adeguata valorizzazione del credito per coprire un'eventuale ammanco di cassa tra il capitale garantito dagli affitti ed i pagamenti dovuti alla scadenza delle obbligazioni
- 4) la struttura legale della transazione assicura ai possessori delle obbligazioni la totale garanzia degli affitti, mentre la titolarità degli affitti e la garanzia del Ministero rimangono in capo al locatore: Porterbrook.

Il rating delle obbligazioni emesse da RSF 2 si basa principalmente su un'analisi fondamentale del sistema ferroviario del Regno Unito in relazione alla sua privatizzazione, includendo ogni implicito supporto del Ministero necessario nel caso di una situazione di stress finanziario. Il rating di RSF 2 è anche legato ai punti 2), 3) e 4) appena indicati. Il rating Aaa sulla classe A delle obbligazioni e il rating Baa2 sulla classe B delle obbligazioni riflettono le differenti priorità di ogni classe rispetto ai flussi di cassa dovuti all'affitto e la reale valorizzazione del credito.

2.2 Struttura

Porterbrook è una compagnia di materiale rotabile ed è stata creata in modo tale da rientrare nel programma di privatizzazione di una parte del sistema ferroviario. Come parte di questo processo di privatizzazione, Porterbrook affitta il proprio materiale rotabile alle 17 TOC e Freightliner. Ogni TOC provvederà ai servizi ferroviari con una esclusiva assegnata da un Direttore di Concessioni nominato dal Ministero. La maggior parte dei pagamenti delle TOC relativi agli affitti, sono soggetti a garanzia del Ministero (sotto forma di un impegno del Segretario del Ministero), per un ammontare pari all'80%.

L'operazione RSF 1 rappresenta la cartolarizzazione di una parte dei flussi di cassa degli affitti soggetti alla garanzia del Ministero mentre quella di RSF 2 rappresenta la cartolarizzazione dei rimanenti flussi di cassa degli affitti che sono dovuti dalle TOC.

Porterbrook ha ottenuto un prestito da RSF 1, il pagamento dello stesso coincide con la parte degli affitti garantiti dal Ministero.

I flussi di cassa ottenuti dagli affitti sono destinati a coprire interamente il flusso di cassa necessario per RSF 1 per effettuare i pagamenti soggetti a:

- 1) un accordo di cessione con UBS
- 2) per il pagamento degli interessi e il capitale della classe A delle obbligazioni.

Porterbrook ha ottenuto un ulteriore prestito da RSF 2. Il pagamento di questo prestito rappresenta circa l'80% degli affitti che sono:

- 1) incondizionatamente dovuti da ogni affittuario
- 2) non soggetti alla garanzia del Ministero.

Qualora l'affittuario andasse in default e non avesse più denaro né

capacità di credito, le perdite andranno ai titolari di classe B delle obbligazioni, in primis, ed a seguire a quelli di classe A. Le obbligazioni dovute da UBS come controparte dello swap sono principali rispetto ai possessori di classe A di obbligazioni sia in RSF 1 che in RSF 2. La struttura dell'operazione beneficia inoltre del GIC ovvero del contratto tra la Trustee e UBS. Questo è usato per investire i fondi dal giorno di ricevimento delle TOC (il primo giorno lavorativo di ogni mese), fino al giorno di pagamento degli interessi delle obbligazioni (il 12 di ogni mese). GIC provider riceve i fondi a tasso fisso, fino all'ammontare richiesto per i pagamenti degli interessi delle obbligazioni emesse da RSF 1 ed anche della classe A delle obbligazioni emesse da RSF 2. Ogni somma aggiuntiva disponibile per i pagamenti delle obbligazioni di classe B di RSF 2 sono depositate a tasso variabile presso un GIC provider.

2.3 Struttura legale

La struttura legale si basa su un debito garantito piuttosto che sulla vendita dei beni. Questo significa che la proprietà degli affitti e la garanzia del Ministero per la serie 1 delle obbligazioni sono in mano a Porterbrook, una società operativa difficilmente soggetta a fallimento. Per difendere il flusso di cassa dagli effetti di insolvenza di Porterbrook, la struttura utilizza una disposizione dell'Atto di insolvenza del 1986 che consente la “segregazione” dei beni in caso di insolvenza.

Questa disposizione presenta due tipologie di rischio:

- 1) controllo sull'andamento della società da parte di terzi (revisori) che devono essere remunerati. Moody's definisce il

conto corrente d'appoggio adeguato e sufficiente a coprire il debito;

- 2) Moody's ritiene il conto corrente d'appoggio sufficiente a coprire eventuali ritardi di pagamento.

2.4 Pagamento degli affitti

Quasi il 98% degli affitti assicurati nell'operazione sono affitti accordati tra Porterbrook ed le 17 TOC. Il restante 2% sono affitti accordati tra Porterbrook e Freightliner. L'obbligo di ogni affittuario di pagare la propria quota di affitti facendo da appoggio alle obbligazioni emesse da RSF 1 e 2 non dipende da Porterbrook, che adempie ai suoi doveri richiesti dal contratto di affitto. Inoltre, ogni affitto contiene un assoluto incondizionato obbligo del franchisee (TOC) per i pagamenti, ciò significa che indipendentemente dai profitti derivanti dall'attività, le TOC sono obbligate a pagare l'affitto. Ad esempio, questo obbligo di pagamento esiste anche se le carrozze sono guaste o danneggiate al punto da non poter essere utilizzate. È molto importante che ci sia l'obbligo di pagamento, dato che la garanzia del Ministero andrà a supportare le obbligazioni solo nel caso in cui ci sia un obbligo di pagamento sottostante al contratto di affitto.

Moody's ritiene che il settore del materiale rotabile nel Regno Unito sia sufficientemente stabile e quindi affidabile dal punto di vista del pagamento degli affitti di tale materiale.

2.4.1 RSF 1- Analisi del credito

Moody's ritiene che ci sia adeguato ammontare di cassa nella struttura per coprire qualsiasi tipo di rischio e concede alle obbligazioni RSF 1 un credit rating Aaa, che secondo la scala di Moody's indica la minima probabilità di insolvenza del credito.

2.4.2 RSF 2- Analisi del credito

Il punto di partenza di questa analisi è uno studio approfondito del sistema ferroviario del Regno Unito in vista della sua privatizzazione. Gli analisti di Moody's, che monitorano il sistemi ferroviari Europei, hanno analizzato la nuova struttura del sistema ferroviario del Regno Unito così come gli incentivi del Ministero. Entrambe permettono a questa struttura di operare e rendere più efficiente il servizio ferroviario del Regno Unito.

Tutto ciò ha permesso a Moody's di fare una stima della qualità del credito delle TOC che fanno parte degli affittuari, e che sono i principali debitori dei flussi di cassa di RSF 2. Al termine dell'analisi le probabilità di default sono state assegnate a queste entità, utilizzando dati delle inchieste di default di Moody's. Nonostante l'elevata correlazione attesa tra le TOC sarebbe improbabile che un numero rilevante di esse andasse contemporaneamente in default mettendo così in pericolo l'intero sistema ferroviario del Regno Unito. In caso si verificasse questa situazione anche la gravità delle perdite deve essere quantificata. Tra i fattori positivi che mitigano la gravità, troviamo innanzitutto i contratti di affitto del materiale rotabile che sono stipulati in modo tale che l'offerta di mercato sia minore della domanda. L'amministratore di franchise può influenzare i contratti di

affitto al fine di assicurare che non si verifichino interruzioni nella domanda e nell'offerta del sistema ferroviario.

Tra i fattori negativi troviamo il fatto che i ricavi derivanti dagli affitti devono in primo luogo soddisfare la garanzia delle obbligazioni emesse da RSF 1 e successivamente quella delle obbligazioni emesse da RSF 2. Questo significa che ogni successivo affitto del materiale rotabile a costi inferiori colpirebbe in modo sproporzionato le obbligazioni emesse da RSF 2.

2.5 Incremento del credito ed allocazione dei flussi di cassa

Moody's ritiene che l'incremento del credito previsto dalla struttura protegga i sottoscrittori delle obbligazioni da perdite commisurate al livello di rating assegnato a varie tipologie di obbligazioni. Questo incremento di credito include i seguenti elementi:

- 1.) le garanzie presenti nel RSF 2
- 2.) le garanzie relative al conto corrente d'appoggio
- 3.) gli interessi maturati sul conto corrente d'appoggio
- 4.) le obbligazioni di classe B emesse da RSF 2.

Nell'analizzare la struttura Moody's ha osservato che l'ammontare del conto corrente d'appoggio sia capiente per far fronte ai pagamenti mensili dovuti ai sottoscrittori delle obbligazioni. Per tanto il conto corrente d'appoggio aumenta proporzionalmente all'aumento della percentuale del capitale nelle obbligazioni al passare del tempo. Ciò è molto importante in quanto Moody's ritiene che il livello di default è relativamente basso all'inizio della transazione per i seguenti motivi:

- fino a quando le TOC sono possedute da enti privati, la qualità

della solvenza del credito dell'affittuario rimane sostanzialmente alta;

- al termine del processo di privatizzazione, la qualità del credito dell'affittuario deve essere ancora ragionevolmente buona prendendo in considerazione i criteri richiesti dal Ministero per la valutazione dell'affittuario.

Gli interessi maturati sul conto corrente d'appoggio sono determinati in modo da evitare una potenziale ricapitalizzazione dello stesso in relazione alle successive emissioni.

Moody's ritiene che la condivisione dell'incremento del credito tra RSF 1 e 2 operi come un punto di forza per la struttura dato che tra i rischi che corrono i due emittenti non ci sia molta correlazione. Un affitto di breve periodo difficilmente rischia il default.

Moody's evidenzia che il conto corrente d'appoggio è disponibile sia per le obbligazioni emesse da RSF 1, così come per le obbligazioni di classe A emesse da RSF 2. Inoltre la ricapitalizzazione del conto corrente d'appoggio è privilegiata rispetto ai pagamenti della classe B delle obbligazioni emesse da RSF 2, questo in realtà subordina le garanzie presenti in RSF 2 rispetto alle obbligazioni emesse da RSF 1.

Gli studi di Moody's includono anche l'analisi dei seguenti effetti:

- il privilegio riguardo ai pagamenti dovuti ai sottoscrittori delle obbligazioni in base alla posizione dello swap di UBS;
- il saldo dello swap di ciascuna transazione segue uno schema predefinito e lo stesso non ha variazioni negative anche nel caso in cui le TOC dovessero andare in default. Questo fattore aumenta la gravità delle perdite sofferte dagli investitori se i tassi di interesse scendono sotto la soglia del tasso implicito all'interno del contratto swap. Inoltre il legame tra la gravità delle perdite ed i tassi di interesse aumenta la probabilità delle

perdite all'interno della struttura, così che la classe B delle obbligazioni emesse da RSF 2 vengano rafforzati a spese della classe A di obbligazioni emesse da RSF 1.

Nel valutare il rating della classe B delle obbligazioni emesse da RSF 2, Moody's evidenzia che la stessa possa essere pagata attraverso il conto corrente d'appoggio fino a quando il saldo rimanente sia pari ad un mese di interesse più il capitale dovuto. Questa riserva rafforza la liquidità accessibile alla classe A di obbligazioni di entrambi gli emittenti a discapito di classe B di obbligazioni emesse da RSF 2.

3. Esempio ipotetico di emissione obbligazionaria per l'acquisto del materiale rotabile⁶ nella Regione Liguria

Nella Regione Liguria (d'ora in avanti Regione) si sono verificati problemi simili, legati alle tratte ferroviarie, a quelli nel Regno Unito. Nel 2007 la Pubblica Amministrazione della Regione ha deciso di contattare Sawford, in quanto consulente finanziario. Una volta esposti i problemi della Regione, Sawford ha cominciato a raccogliere il materiale per la creazione di un progetto. Dato che nel 2007 sono cominciati i primi avvertimenti della attuale e ben nota crisi finanziaria il progetto non è mai stato creato. Questa situazione non ha portato alla risoluzione dei problemi della Regione e quindi, svolgendo lo stage presso la Sawford, ho deciso di creare un progetto che si basa sul esempio realizzato, spiegato nel secondo capitolo di questa tesi. Uno dei principali problemi che si è verificato durante il periodo di crisi è stato il downgrade del credit rating delle compagnie di assicurazione finanziaria che come controparte delle operazioni di cartolarizzazione delle obbligazioni hanno perso tanto denaro e di conseguenza sono aumentate le loro probabilità di default. La attuale situazione di crisi ci lascia ipotizzare che lo svolgimento di operazioni con l'utilizzo di assicurazione finanziaria, come questo o simili, nel futuro sarà più complesso dati gli avvertimenti di una regolamentazione più severa imposta dal sistema finanziario. Un'altra ipotesi è l'esclusione di tali prodotti finanziari dal sistema e di conseguenza la scomparsa degli operatori come le compagnie di assicurazione finanziaria che come l'attività gestionale caratteristica compiono esclusivamente il ruolo di controparte delle operazioni di

⁶ Con l'espressione “materiale rotabile” indichiamo i locomotori e le carrozze passeggeri.

cartolarizzazione.

La Regione, proprietaria delle tratte ferroviarie regionali maggiormente frequentate dai pendolari, ha ritenuto necessario organizzare un incontro con Sawford, per discutere la situazione delle tratte ferroviarie regionali.

Le tratte regionali risultano, infatti, inefficienti sia a causa dei treni disponibili, che a causa del pessimo stato di conservazione del materiale rotabile.

La Regione pubblica periodicamente un bando di gara per la gestione di tali tratte che, allo stato dei fatti, viene vinta dalle Ferrovie dello Stato in quanto unico possessore del materiale rotabile ed unico partecipante.

Al fine di rendersi autonoma dalle Ferrovie dello Stato la Regione ha intenzione di esaminare un progetto di acquisto di materiale rotabile in modo che successivamente possa scegliere l'opzione di affittarlo a chi riterrà più indicato per la gestione delle tratte oppure gestire in proprio l'attività su tali tratte.

3.1 Analisi e valutazione della struttura più adatta per l'acquisto del materiale rotabile

3.1.1 Prima ipotesi

Una delle possibili ipotesi per il raggiungimento dello scopo indicato all'inizio del capitolo è quella di costituire una società di scopo che avrà seguenti attività:

- acquisto del materiale rotabile
- affitto del materiale rotabile al gestore individuato dalla

Regione.

La società si scopo richiede un numero limitato di personale dovendo solamente gestire l'acquisto del materiale rotabile ed il relativo affitto al gestore scelto dalla Regione.

3.1.2 Seconda ipotesi

La seconda ipotesi ci implica due possibilità. La prima è l'utilizzo di una società già esistente dedicata al trasporto pubblico e la seconda è la costituzione società ad hoc operativa per la gestione diretta dell'attività.

La scelta dell'opzione più efficiente si fa in base ad una valutazione approfondita dell'impatto sia economico che politico nel momento in cui questa decisione dovrà essere presa, ovvero l'incontro tra il maggior beneficio economico la scelta politica più adeguata.

Per ottemperare alle esigenze del mercato finanziario è opportuno, indipendentemente dall'ipotesi prescelta dalla Regione, “segregare” in una società di scopo gli assets ed i relativi ricavi di competenza derivanti dagli affitti al fine di garantire il pagamento del debito. L'analisi e l'individuazione della struttura giuridica, fiscale ed economico-finanziaria più efficiente per l'operazione e in relazione ai principi contabili di EUROSTAT⁷ sarà eseguita da Sawford una volta che la Regione decida se proseguire con il progetto qui descritto.

In entrambe le ipotesi le obbligazioni saranno garantite da una compagnia di assicurazione finanziaria, con il massimo credit rating, che facilita alla struttura che emetterà le obbligazioni l'ingresso al mercato dei capitali e riduce gli interessi dovuti al creditore.

⁷ Ufficio Statistico delle Comunità Europee

3.2 Assicurazione finanziaria

Per ottenere la garanzia di una compagnia di assicurazione finanziaria la società emittente delle obbligazioni deve prima essere sottoposta all'analisi dell'insolvenza del credito, eseguita da una agenzia di credit rating. Alla fine del processo di tale analisi alla società emittente verrà assegnato il relativo credit rating. Una volta ottenuto il credit rating la società emittente con aiuto di Sawford andrà in ricerca di una compagnia di assicurazione finanziaria più adatta. La compagnia di assicurazione finanziaria in cambio di un premio pagato dalla società emittente permette alla stessa di emettere le obbligazioni con il massimo credit rating e ciò permetterà agli emittenti di pagare minori interessi ai creditori rispetto a quelli che avrebbero pagato se avessero emesso le obbligazioni senza garanzie. La compagnia di assicurazione finanziaria nel processo di cartolarizzazione si impegna a rimborsare ai creditori il capitale e gli interessi dovuti dall'emittente nel caso che essa risulti insolvente. Il rimborso nel caso di default è un grosso vantaggio per i creditori e questo spiega come la cartolarizzazione delle obbligazioni facilita all'emittente l'ingresso al mercato dei capitali.

Nel paragrafo seguente vedremo la relazione tra i costi di assicurazione finanziaria e le due tipologie di emissione più adatte alla struttura della transazione.

3.3 L'analisi delle tre possibili tipologie di emissione

Dopo la scelta ottimale della struttura dell'operazione arriviamo al momento in cui bisogna definire il tipo di emissione obbligazionaria più adatta alla struttura scelta. In seguito indico due opzioni:

- 1) l'utilizzo di un EMTN Program di durata 18/24 mesi per l'emissione a tranches predefinite, fino al raggiungimento dell'importo complessivo previsto;
- 2) un'emissione di obbligazioni in un lasso di tempo superiore ai 24 mesi a tranches, fino al raggiungimento dell'importo complessivo.

In entrambe le opzioni si propone l'emissione per parti dato che un'unica emissione dell'ammontare complessivo non sembra essere realizzabile in relazione alla tempistica dell'acquisto e della relativa consegna del materiale rotabile.

A questo punto bisogna decidere tra l'emissione a tranches tramite l'EMTN Program e una qualsiasi emissione composto da più singole emissioni. I principali benefici di un EMTN Program, in questo specifico caso, sono:

- la riduzione dei costi
- grande flessibilità
- diversificazione.

Riduzione dei costi

Un EMTN Program consente la creazione di una piatta forma per operazioni finanziarie rivolte al mercato che al “private placement”⁸. Lo stesso richiede la documentazione necessaria per eseguire un'operazione di debito. I costi di esecuzione per un EMTN Program sono decisamente inferiori rispetto ad effettuare singole operazioni di

⁸ Allocazione delle risorse presso gli enti privati scelti dall'emittente, senza l'offerta pubblica.

emissione separate, perché una volta stabiliti i termini del EMTN Program l'approvazione della compagnia di assicurazione finanziaria verrà concessa e coprirà tutte le varie tranche previste a differenza di più singole operazioni. Nel caso di più singole operazioni l'approvazione della compagnia di assicurazione finanziaria sarà fatta di volta in volta con conseguente procedura ripetitiva di documentazione e costi.

Flessibilità

La documentazione richiesta dal EMTN Program permette agli emittenti di rispondere più velocemente alle opportunità del mercato. La documentazione consente altresì di eseguire transazioni con differenti strutture, valute e scadenze.

Diversificazione

Maggiore flessibilità e risposta in tempi brevi consentono di accedere a nuovi potenziali investitori e a questo punto di accedere a più istituzioni.

3.4 Il rapporto con Sawford

In quanto alla fine di presentazione di questo progetto la Pubblica Amministrazione della Regione Liguria vorrà procedere con il progetto, formalizzerà un rapporto contrattuale con Sawford. Il rapporto dovrà essere regolato da un mandato che avrà in sintesi seguenti principali contenuti:

- l'esclusiva per l'operazione individuata, per un periodo di tempo sufficiente al buon fine dell'operazione stessa
- la Regione per gli aspetti legali, fiscali, ambientali e tecnici si

avvarrà di specialisti, ove necessari, che comunque saranno individuati da Sawford, Gli eventuali costi di tali professionisti saranno a carico della Regione.

I termini economici previsti dal contratto comprenderanno le seguenti tipologie di costi:

- retainer fee (costi fissi non remunerabili in relazione al successo dell'operazione)
- Success fee (costo solo al successo dell'operazione)
- Rimborso spese per viaggi e trasferte.

Una volta ottenuto il mandato, Sawford procederà con la creazione del business plan comprensivo di conto economico, stato patrimoniale, cash-flow e relativo modello finanziario. Per business plan si intende una spiegazione scritta del modello di business della società coinvolta nel progetto, in questo caso particolare, la società emittente e il modo in cui intende ad organizzare ed implementare le attività necessarie e sufficienti alla buona riuscita di tale progetto, finalizzato alla valutazione dei rischi e delle opportunità.

Bibliografia

AA.VV., “Securitization, CDO e covered bonds”

Bancaria Editrice, 2007

A cura di Danilo Drago

Gianpietro Garioni, “PMI e finanziamenti per internalizzazione”

Wolters Kluwer Italia s.r.l., 2007

Richard Koch, “A – Z of Management and Finance – the Definitive
Guide to tools, terms and techniques”

FT Pitman Publishing, 1995

Moody's Investors Service, “International Structured Finance: New
Issue Report”, 1996

Siti web di consultazione:

<http://www.moody's.com>

<http://hr.wikipedia.org>

<http://www.info-investimenti.com>
