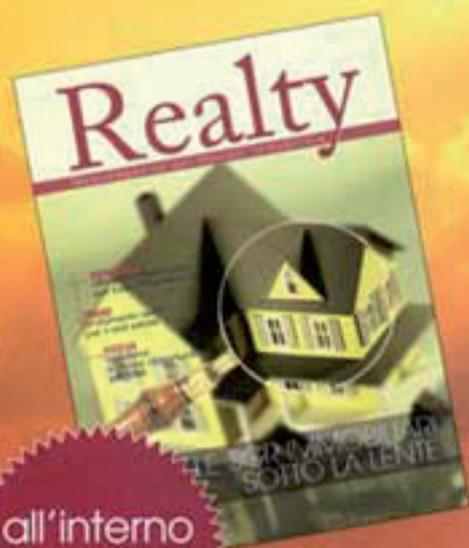


HEDGE

NEWSMAGAZINE DEL PRIVATE BANKING

1999-2009, DIECI ANNI DI HEDGE FUND



all'interno
REALTY

INCHIESTA
short selling, tanto
rumore per nulla

PRIVATE BANKING
USA, chi crede ancora
nel private equity

PROTAGONISTI
i piani della nuova
Sopaf SGR



Anno VII - n. 1/2 - gennaio/febbraio 2009
5 euro - Principato di Monaco euro 10 - Svizzera (Canton Ticino) Chf 15

Milano - Poste Italiane SpA - Spedizione in abbonamento postale
D.E. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n. 46) Art. 1 comma 1, DCB Milano

L'IMPORTANZA DEL COLLATERAL

E NUOVE OPPORTUNITÀ

di Antonio Campagnoli

Nel mese di dicembre 2008 si è infranto anche l'ultimo tabù. Il primo *default* nella storia della finanza di un *covered bond*; ritenuto il più sicuro nella famiglia dei *mortgage backed securities* (MBS). Il riferimento è al caso della banca inglese **Bradford & Bingley Plc** che aveva emesso un programma di *covered bonds*; tutti supportati da un ottimo *rating* dell'emittente emesso dalle principali agenzie del settore.

Sempre a dicembre 2008 "The Committee of European Securities Regulators" (CESR), la Consob europea, ha aperto una pubblica consultazione "on non-equity markets transparency", cioè sulla trasparenza del mercato obbligazionario ivi inclusi quello degli MBS. Per la prima volta, la CESR in tale ultima pubblica consultazione ha ammesso, di fatto, un proprio errore nel sistema informativo attuale che era stato ritenuto dalla stessa CESR efficiente e non bisognoso di alcuna modifica in occasione di una recente comunicazione ufficiale alla Commissione Europea dell'agosto 2007 (ref. CESR/08 - 1013).

A livello delle Nazioni Unite, poi, il *Real Estate Market Advisory Group* (REM) dell'UNECE, in una riunione tenutasi al palazzo di vetro a **New York il 16 dicembre 2008** a cui sono stati invitati gli ambasciatori degli stati membri, ha sottolineato il sostegno che il mercato immobiliare può dare al mercato finanziario.

Alla luce della crisi finanziaria e della reazione delle autorità competenti, quindi, lo scenario è completamente cambiato, si aprono nuove opportunità d'investimento e sono richieste nuove professionalità.

Ad emergere con insistenza è la necessità di inserire nei prospetti informativi molte maggiori informazioni riguardanti il "collateral" ed, in particolare, riguardanti i portafogli ipotecari nel caso di "commercial" e/o "residential" MBS (in futuro potrebbe emergere la stessa esigenza nei confronti dei fondi immobiliari al fine di premiare i migliori portafogli e il loro collocamento).

Lo scenario è cambiato. Dopo il default del primo covered bond è necessario ripensare alle strutture a supporto dell'emissione del rating. Inserire maggiori dettagli sui sottostanti e nuove professionalità che possano garantire la correttezza, come quella dell'asset monitor

Si fa strada l'obbligo a livello europeo di avere, nei prospetti informativi relativi agli MBS, il c.d. "Property and Market Rating" (PaM) relativo ai beni concessi in

garanzia redatti e aggiornati da "The European Group of Valuers' Associations" (TEGOVA). Il PaM a differenza ed in aggiunta alla semplice valutazione guarda al futuro e anche alle potenzialità o negatività del bene immobile o del progetto immobiliare concesso in garanzia.

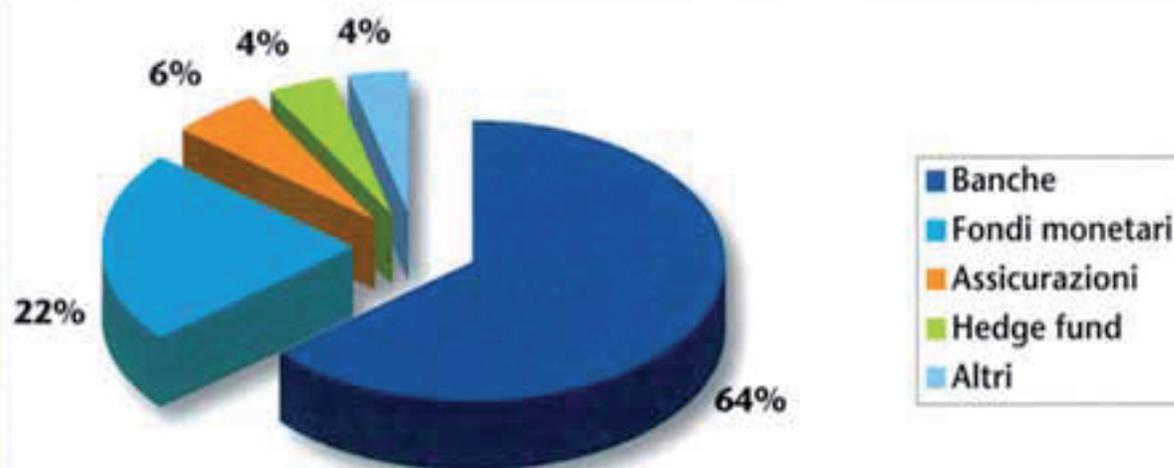
Può quindi rappresentare un aiuto sia per un migliore *pricing* delle obbligazioni strutturate emesse, sia agevolare in taluni casi forme di *buy back* o di rinegoziazione del sottostante. Oggi un'obbligazione garantita da immobili (anche se di primissimo rango) ha lo stesso prezzo di una priva di alcuna garanzia reale o garantita da un bene immobile di bassa qualità. La cosa, da una parte, desta preoccupazione per la scarsa liquidità del mercato, dall'altro rende difficile l'attività di molti investitori interessati agli MBS, siano essi *distressed* o *in bonis*.

E' una rivoluzione copernicana ricca d'opportunità. Specialmente nel caso di *default* dell'emittente, le *notes* dovrebbero valere almeno quanto valgono i beni messi a garanzia (tenendo ov-



Antonio Campagnoli,
partner Il Punto Real Estate Advisor

INVESTITORI NEI CMBS (AL PRIMO TRIMESTRE 2008)



Fonte: ISVI

viamente conto, fra l'altro, dell'eventuale difficoltà del mercato immobiliare, delle caratteristiche del portafoglio e della solidità dei conduttori). Oggi spesso tali notes valgono meno, perché il mercato finanziario non era pronto a questo cambiamento e quindi l'investitore non è stato messo in condizione di potere scegliere nell'obbligazione o nella cartolarizzazione meglio garantita.

Gli investitori oggi domandano - come confermato dalla **European**

Securitisation Forum (ESF) - di avere maggiore accessibilità alle informazioni di ciascun finanziamento sottostante. Si veda la tabella in pagina sulla tipologia degli investitori, per esempio, nei CMBS e nei RMBS. Specialmente nel mercato degli MBS (sia essi residen-

all'acquisto di questi strumenti finanziari e all'esecuzione dei complessi contratti di finanza strutturata, aventi nel proprio interno legali, fiscalisti, tecnici ed esperti nel settore immobiliare di riferimento.

In futuro le nuove emissioni di ABS conterranno delle informazioni dettagliate circa il sottostante a garanzia e, inoltre, saranno previste delle figure professionali che vigilino e che informino gli investitori sull'andamento dei rischi e sulle oscillazioni dei valori relativi ai collateral immobiliare.

In tal senso, l'Istituto Italiano di Valutazione Immobiliare (ISVI) ha richiesto formalmente al **Ministero dell'Economia** di rivedere il decreto n. **310/2006** sui *covered bonds* affinché l'*asset monitor* non debba essere necessariamente solo una società di revisione, bensì possa essere anche o coadiuvata "da una società di consulenza o

di service, avente la professionalità necessaria in relazione ai compiti affidati e indipendente rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti par-

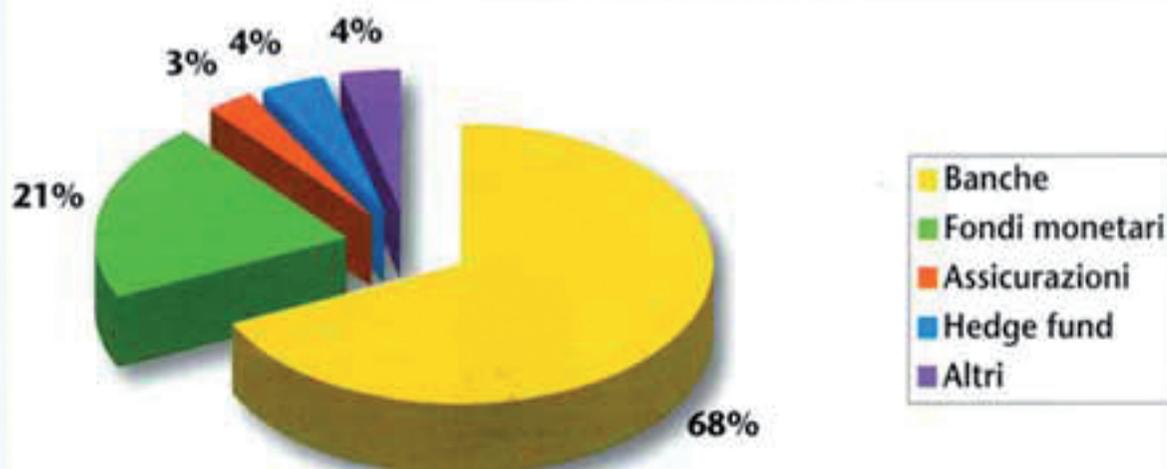
Il mercato degli MBS è in grado di offrire grandissime opportunità

tecipanti all'operazione" (come inizialmente previsto nella bozza del decreto medesimo).

Il mercato degli MBS (ivi incluso *covered bonds* e *collateralised mortgage obligations-CMO*, emessi o da emettere) è in grado di offrire in questo momento grandissime

opportunità, ma è necessario che il mondo immobiliare e quello finanziario parlino la stessa lingua. Gli investitori devono poter essere confortati nel successo e nella remuneratività di una loro azione diretta eventualmente anche

INVESTITORI NEI RMBS (AL PRIMO TRIMESTRE 2008)



Fonte: ISVI

tial o commercial), quindi, sono nate nuove società di consulenza specializzate nel *Property and Market Rating*, nella valutazione di portafogli, nella consulenza

che ad aggredire le garanzie reali accessorie all'obbligazione principale dell'emittente lo strumento finanziario strutturato. ●