

Strutture RWA ad Alto Rendimento

Rendimento, struttura e rischio nei prodotti tokenizzati

Una lezione dal 2007 che rischia di ripetersi

Con l'aumento della tokenizzazione degli asset del mondo reale (RWA), sono apparsi on-chain numerosi prodotti d'investimento apparentemente “low-risk, high-yield”. Molti di questi strumenti sono garantiti da asset come crediti commerciali o redditi da locazione immobiliare, ma offrono agli investitori rendimenti annualizzati pari o superiori all'8%, ben oltre gli yield attesi degli attivi sottostanti. Questo disallineamento richiede un'analisi seria su struttura, fonti di rischio e sostenibilità.

RWA: asset reali, rischi reali, ora on-chain

I RWA tokenizzati rispecchiano asset del mondo reale, ma possono anche replicare metodi tradizionali di oscuramento del rischio, spesso in modo più sofisticato. L'uso della blockchain consente di impacchettare strutture complesse sotto una facciata di decentralizzazione e trasparenza, potenzialmente nascondendo leva e rischio.

Prodotti strutturati:

redistribuire flussi di cassa, non creare rendimento

Al centro della finanza strutturata non vi è creazione di nuovo valore, bensì redistribuzione dei flussi di cassa da un unico pool di attivi. Questo avviene tramite il *tranching*, dividendo gli

investimenti in livelli con profili rischio–rendimento distinti. Il meccanismo, ampiamente utilizzato nella finanza tradizionale (CDO, CLO), funziona così:

- **Senior tranche (es. AAA)** – Prima a essere rimborsata; offre rischio ridotto e rendimento fisso.
- **Junior o equity tranche** – Ultima a essere rimborsata; porta il rischio maggiore ma anche il potenziale di rendimento più elevato.

Gli attivi sottostanti non cambiano; cambia solo la distribuzione tra rischio e rendimento.

Caso studio:

Tinlake di Centrifuge e il potere del tranching

La piattaforma Tinlake di Centrifuge è un esempio didattico di prodotto strutturato RWA on-chain. Su questa piattaforma, asset reali come fatture di PMI o prestiti immobiliari vengono aggregati e tokenizzati in due tranche d'investimento:

Token	Ruolo	Profilo di rischio	Rendimento atteso
Drop Token	Senior tranche	Protezione dal first loss	~4–6% (fixed income)
Tin Token	Junior tranche	Rischio elevato	~10–15% o superiore

Questa struttura consente agli investitori con maggiore propensione al rischio di puntare sulla tranche Tin, mentre soggetti più prudenti (come DAO o istituzioni) possono optare per i Drop token e beneficiare di uno yield più stabile.

Come può la tranche Tin offrire rendimenti così elevati? Una volta che la tranche Drop riceve il proprio rendimento fisso, i flussi residui vengono allocati alla tranche Tin. Finché i tassi di default restano bassi, la tranche Tin registra rendimenti elevati con perdite effettive contenute, creando una forma di equity con leva significativa.

È rilevante notare che Centrifuge è stata una delle prime piattaforme riconosciute da MakerDAO per offrire RWA come collaterale—un esempio di pioniere trasparente e conforme nel settore.

Complessità strutturata:

Tranching è solo l'inizio

I prodotti RWA attuali fanno ampio uso dell'ingegneria finanziaria tradizionale. Oltre al tranching, le strutture ora includono:

- Riquotazione per duration e liquidità
- Stablecoin garantite da treasury abbinate a staking crypto (es. strategie LST/LRT)
- Prestiti garantiti da NFT
- Venture debt on-chain
- LP token con leva
- Yield swap, e altro ancora

Non lasciare che il rendimento oscuri il rischio:

Un'eco dai *subprime*

Nonostante i meriti tecnici della finanza strutturata, la storia ci lancia un avvertimento chiaro. Durante la crisi finanziaria del 2007, molti CDO classificati AAA erano costruiti su mutui subprime di bassa qualità. Il tranching serviva a “ripulire” gli asset sul piano tecnico, ma non poteva eliminare la realtà economica sottostante.

Le vulnerabilità chiave di allora includevano:

- Modelli di rating disallineati dai fondamentali degli asset
- Assunzioni di rendimento basate su crescita perpetua del mercato
- Diffusione rapida delle perdite una volta iniziati i default, anche all'interno delle tranche senior.

Oggi, la performance dei prodotti RWA dipende da un mercato crypto rialzista e da uno slancio regolatorio favorevole. Ma se il sentiment cambia, queste strutture complesse reggeranno? La risposta rimane incerta.

Ruolo finanziario e vantaggi delle strutture RWA ad alto rendimento

Pur in presenza di rischi reali, questi prodotti offrono anche utilità concreta:

- **Accesso per capitale investment-grade**
Investitori istituzionali (banche, assicurazioni, fondi) vincolati ad asset AAA/AA possono ora partecipare tramite le senior tranche.
 - **Capital matching più efficiente**
Il tranching consente agli emittenti di attrarre investitori lungo tutto lo spettro di rischio, riducendo il costo complessivo del funding.
 - **Maggiore trasparenza ed efficienza nel settlement**
Le strutture on-chain sono più tracciabili e componibili rispetto ai CLO tradizionali, e spesso più liquide.
 - **Profili rischio–rendimento ben definiti**
Con piena disclosure e comprensione da parte dell'investitore della posizione in tranche, queste strutture migliorano l'allocazione del rendimento in funzione del rischio.
-

Conclusione:

Prudenza dietro l'innovazione

La tokenizzazione degli RWA rappresenta un'evoluzione importante nell'infrastruttura finanziaria. Ma man mano che le strutture diventano più complesse e i rendimenti più attraenti, è fondamentale restare ancorati ai fondamentali: quali sono gli asset reali? qual è la vera liquidità? dove si trova la leva?

La lezione dei *subprime* è semplice: l'innovazione finanziaria non sostituisce la comprensione del rischio.

Il futuro degli RWA dipende dalla nostra capacità di restare concreti, analitici e, quando necessario, scettici.