

# Economia Aziendale Online<sup>©</sup>

N. 4/2008

“Il “Bond di Distretto” come strumento di finanziamento della Piccola e Media Impresa

Le esperienze italiane: contenuti, *performances*, confronti con esperienze estere”

**Nicola Papa**

**Economia Aziendale Online<sup>©</sup>**  
International Business Review  
Editor in Chief: Piero Mella  
ISSN 1826-4719  
Reg. Trib. Pavia - n. 685/2007 R.S.P.

**Pavia, October, 2008**  
**No. 4/2008**

All the contents are protected by copyright.  
No part can be copied without the Editor in Chief's and Author's permission.  
Further information at [www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)



# Il “Bond di Distretto” come strumento di finanziamento della Piccola e Media Impresa

Le esperienze italiane: contenuti, *performances*, confronti con esperienze estere

Nicola Papa

Università di Foggia, Facoltà di Economia e Commercio, Dipartimento di Economia Aziendale  
Via Antonio Gramsci, 89/91, CAP 71100 Foggia - Phone: 0881/338321 - Fax: 0881/338398  
[www.unifg.it](http://www.unifg.it) - Email: [n.papa@unifg.it](mailto:n.papa@unifg.it); nicolapapa@hotmail.com

**Sommario** – 1. I Collateralized Debt Obligations (CDOs) – 2. La cartolarizzazione dei prestiti alle piccole e medie imprese (PMI) in Europa – 3. I Bond di Distretto: le esperienze italiane – 3.1 *PMI 1 e PMI 2: i triggers* – 4. I Bond di Distretto: le *performances* e un confronto con la Spagna – 5. I Bond di Distretto: conclusioni e proposte

## Abstract

*District Bonds are, from a technical point of view, Collateralised Debt Obligations (CDOs) transactions. The underlying portfolio comprises loans to small and medium enterprise (SME), localised within a well definite geographical area. The first Italian District Bonds were issued in 2004. In this work we examine their performances, of which a highly significant indicator is the level of cumulative defaults. These levels are compared to similar SMEs loans securitisation transactions issued on the Spanish market. Although no trigger has been activated so far, and although the equity piece is big enough to cover the defaults levels, the two District Bonds seem to show slightly weaker performance profiles when compared to similar Spanish transactions. A possible intervention from the Italian Public Authorities, already activated in other European Countries, implemented according to the European Commission guidelines, could strenghten the SMEs loans securitisation transactions sector and, in particular, it could be used as impulse to the development of a territory, thanks to the access to the international capital markets financial resources.*

I Bond di Distretto (BdD) sono, tecnicamente, operazioni di Collateralised Debt Obligations (CDOs). Il portafoglio sottostante è costituito da prestiti a piccole e medie imprese (PMI) localizzate all'interno di una circoscritta area geografica. I BdD emessi in Italia risalgono al 2004. Nel lavoro se ne esaminano le *performances*, delle quali un indicatore con alto valore segnaletico viene individuato nei livelli di *cumulative defaults* (insolvenze). Tali livelli vengono messi a confronto con simili operazioni di cartolarizzazione di prestiti a PMI emesse sul mercato spagnolo.

Sebbene nessun *trigger* sia stato finora innescato, e sebbene l'*equity piece* risulti finora ampiamente capace per coprire i livelli di defaults, i due BdD sembrano presentare profili di *performances* leggermente più deboli rispetto alle omologhe operazioni spagnole. Un intervento delle Autorità pubbliche Italiane, già presente in altri Stati Europei, condotto secondo le linee guida esposte dalla Commissione Europea, potrebbe rinvigorire il settore della cartolarizzazione dei prestiti alle PMI e, in particolare, essere utilizzato come impulso per lo sviluppo di un territorio grazie all'accesso alle risorse finanziarie sui mercati internazionali dei capitali.

## 1 – I Collateralized Debt Obligations (CDOs)

I CDOs fanno ricorso alla metodologia della *Securitisation*<sup>1</sup> per convertire portafogli di prestiti (*Loans*) o di titoli (*Bonds*) in strumenti (titoli) di *Capital Markets*. Come è noto, attraverso tale metodologia il detentore<sup>2</sup> di un portafoglio di *assets*, generatori di un flusso di cassa, riesce a trasferire sul mercato dei capitali il rischio di credito (non necessariamente la proprietà) strutturalmente inerente a tali cespiti. Tale operazione prevede molto spesso, sebbene non sempre, la presenza di una società appositamente costituita (*Special Purpose Vehicle*, SPV), che provvede alla emissione dei titoli *asset-backed* sul mercato. In una operazione del tipo “*true sale*” il puntuale rimborso di tali titoli è funzione del profilo dei flussi provenienti dal portafoglio sottostante; in una operazione “sintetica”, invece, dove viene ceduto, tramite i c.d. “*Credit Derivatives*”, solo il rischio di credito, e non la proprietà degli *assets*, questi ultimi restano, contabilmente, sul Bilancio dell’ente che dà vita all’operazione, mentre il rimborso dei titoli *asset-backed* avviene sulla base dell’*Excess Spread* e del rimborso di quei titoli, di solito con Rating tripla A, posti a garanzia dell’intera operazione, il cui acquisto è finanziato tramite l’emissione dei CDOs. Se il portafoglio è costituito da prestiti, allora si parla di CLOs (*Collateralised Loans Obligations*). Se esso è costituito da titoli, allora si parla di CBOs (*Collateralised Bond Obligations*).

Sebbene le strutture e le caratteristiche tecniche dei CLOs e dei CBOs siano essenzialmente simili, alcune rilevanti differenze esistono: tra quelle che in questa sede si ritiene opportuno rilevare due appaiono di particolare rilevanza. La prima è che il profilo creditizio di un portafoglio di *loans* non può non considerare un’attenta analisi delle singole erogazioni di impiego (contrattualistica e documenti in generale), unitamente alla quale un’analisi del rischio di credito complessivo di portafoglio deve essere portata a termine. Il portafoglio di *bonds*, invece, di solito non comporta un’analisi *case-by-case*, dal momento che i *bonds* sono usualmente emessi in maniera standardizzata e/o nell’ambito di programmi di emissione. La seconda differenza è che, di regola, i *bonds* sono sottoposti ad un giudizio di *rating* da parte di qualificate Agenzie internazionali, mentre il giudizio sul merito di credito sui singoli *loan* viene spesso effettuato sulla base di metodologie di rating interne ai singoli *Originator*, solo eventualmente affinato per tenere conto delle esigenze delle Agenzie di *Rating*.

I c.d. “*Bonds di Distretto*” (di seguito BdD) appartengono alla famiglia dei CLOs: più in dettaglio, essi non sono altro che il risultato di una operazione di *securitisation* di uno o più portafoglio-

---

<sup>1</sup>Si vedano, tra le innumerevoli pubblicazioni monografiche sul tema della cartolarizzazione: Borod Ronald (1991), *Securitization: Asset Backed and Mortgage-Backed Securities*, Butterworth Legal Publishers, Salem; Campbell Denis, Meek Susan (2000), *International Asset Securitization and Other Financing Tools*, Transnational Publication; AA.VV. (2002), *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, Giappichelli Editore, Torino; Callegaro Federico (2003), *La cartolarizzazione dei crediti. Le società, i contratti, la vigilanza*, IPSOA; Glennie David (1998), *Securitization*, Kluwer Law International

<sup>2</sup> Non necessariamente il detentore di un portafoglio di *assets* coincide con l’ente che tali *assets* ha generato: solo in caso di coincidenza il detentore viene definito, tecnicamente, *Originator*

gli di prestiti concessi a piccole e medie imprese (PMI) localizzate in una determinata area territoriale. In quanto tali, prima di passare ad evidenziare le esperienze, in Italia, relative ai BbD ed ai loro risultati, risulta importante comprendere appieno almeno alcune caratteristiche essenziali del funzionamento dei CDOs<sup>3</sup>.

### ***1.1 – Balance Sheet CDOs and Arbitrage CDOs: diversity score, leva finanziaria, rischio di correlazione***

Il *Balance Sheet* CDO (di seguito BS CDO) utilizza un portafoglio di *assets* che hanno avuto origine dalla attività tipica dell’Ente che ha dato vita all’operazione di cartolarizzazione e che, in quanto tali, sono esposti nell’attivo del bilancio dell’*originator*. Un *Arbitrage* CDO (di seguito A CDO), invece, viene posto in essere da Istituzioni finanziarie<sup>4</sup> allo scopo di realizzare opportunità e profitti di arbitraggio derivanti, essenzialmente, dall’*Excess spread* (differenziale positivo di tasso medio di rendimento/costo tra il portafoglio ed i titoli emessi) e dall’effetto di leva finanziaria che poggia, in ultima analisi, sull’*equity piece*, secondo il meccanismo che si descriverà qui di seguito.

Sia per il BS CDO che per l’A CDO un importante elemento da considerare, sia nella fase di strutturazione che nelle successive fasi di valutazione del merito di credito e di emissione sul mercato primario, è il c.d. *diversity score*. Questa è una misura, utilizzata dalle Agenzie di Rating, per indicare la mancanza di correlazione: esso è, perciò, indicativo del livello di diversificazione del portafoglio. Quanto più elevato il *diversity score*, tanto più elevato il livello di diversificazione. Poiché, però, l’essenza stessa di tutti i CDOs risiede nella diversificazione, diventa importante comprendere che il *diversity score* si basa non solo sulla diversificazione dei prenditori di fondi (*borrowers* in caso di *loans*, *issuers* in caso di *bonds*), ma anche su quella delle industrie comprese nel portafoglio. La seguente Tabella<sup>5</sup> può valere al fine di meglio comprendere il concetto:

*Fig.1 – Analisi del trade-off tra concentrazione degli issuers e delle industrie*

N. di <i>issuers</i> per industria	N. di industrie	N. di <i>issuers</i>	Concentrazione media degli <i>issuers</i>	<i>Diversity score</i>
5	25	125	0.80%	67
3	33	99	1.01%	66
4	20	80	1.25%	46
2	25	50	2.00%	38
1	33	33	3.03%	33

Come si può notare, un numero di industrie pari a 25 con 125 *issuers* produce un *diversity score* di 67, mentre un pari numero di industrie ma con un numero di *issuers* minore (pari a 50)

<sup>3</sup> Per approfondimenti, tra gli altri: Frank J. Fabozzi, Laurie Goodman (2001), *Investing in Collateralised Bond Obligations*, John Wiley and Sons

<sup>4</sup> Investment Management boutiques, asset managers, investment banks, società assicurative etc.

<sup>5</sup> Moody’s (2001), *Commonly asked CDO questions: Moody’s responds*

produce un *diversity score* pari a solo 38. Solitamente i CDO (sia BS che A) prevedono l’applicazione di massimali di concentrazione pari al 2 % per *borrower/issuer* e pari all’8% per industria. Per comprendere l’effetto di leva finanziaria posto in essere da ogni struttura di CDO è bene partire da un esempio<sup>6</sup>, riportato nella Tabella seguente:

Fig.2 – Condizioni di arbitraggio per un investimento in CDO Equity

	Size (a)	Rate (b)	Products (a*b)
<b>Assets</b>			
Portafoglio di titoli <i>high yield</i>	\$ 500	10.50	\$ 52.5
<b>Liabilities</b>			
AAA notes (Hp: LIBOR=5%)	\$ 350	5.45%	\$ 19.075
A notes	\$ 50	6.15%	\$ 3.075
BBB notes	\$ 25	7.15%	\$ 1.7875
BB notes	\$ 25	11.00%	\$ 2.75
Equità	\$ 50	0	0
			Totale: \$ 26.6875
<b>Media ponderata costo dei titoli</b> (senza <i>equity</i> )		5.93%	
<b>Media ponderata costo dei titoli</b> (con <i>equity</i> )		5.34%	
<b>Rendimento dell’<i>equity piece</i></b>			\$ 52.5 - \$ 26.6875 = \$ 10.4375
<b>Rendimento percentuale</b> sull’ <i>equity piece</i>		10.4375 / 50 = 20.88%	

Come si può notare, se l’*Investment Manager* trattenesse sui propri bilanci la c.d. *equity piece*<sup>7</sup> otterrebbe un rendimento particolarmente elevato (20.88%, con un LIBOR pari al 5%): nell’esempio riportato nella Tabella in Fig. 2 la leva finanziaria è pari a 10, vale a dire che l’*equity tranche* (\$ 50) è pari ad un decimo del valore del portafoglio (\$ 500). Se la leva finanziaria avesse avuto un valore più elevato<sup>8</sup> (e, ovviamente, un più elevato livello di rischio), anche il rendimento sarebbe stato più elevato.

Una leva finanziaria può assumere valori tanto più elevati quanto minore è il livello (ed il rischio) di correlazione nel portafoglio, in altri termini quanto maggiore è il *diversity score*: i CDOs sono, essenzialmente, prodotti di correlazione la cui struttura e tenuta diventa particolarmente fragile in presenza di elevata correlazione.

Di conseguenza, scopo dello strutturatore di un’operazione di CDO deve essere quello di costruire (*ramping-up*) un portafoglio di *assets* che contenga non solo un elevato numero di *borro-*

<sup>6</sup> L’esempio è tratto da Vinod Kothari (2006), *Securitization, the financial instrument of the future*, John Wiley and Sons (Asia), pag. 424.

<sup>7</sup> L’*Investment Manager* può limitarsi, in un A CDO, a strutturare l’operazione ed a gestire dinamicamente il portafoglio, sulla base di preordinati e predefiniti criteri, ed in tal caso incassa solo le commissioni (*fees*) per la strutturazione, la gestione del portafoglio e l’emissione dei titoli; ma può anche avere un ruolo più “attivo” nell’ambito dell’operazione, trattendendo sui propri bilanci l’*equity piece*, assumendo in tal caso su di sé il rischio di prima perdita (*first-loss risk*) ma potendo così anche godere degli elevati rendimenti che tale tranche consente, grazie all’effetto di leva finanziaria, e sempre che le previsioni di *cash flows* risultino confermate dalle effettive *performances* dell’operazione.

<sup>8</sup> Nella concreta pratica di mercato sono stati emessi CDOs con leva finanziaria pari anche a 25.

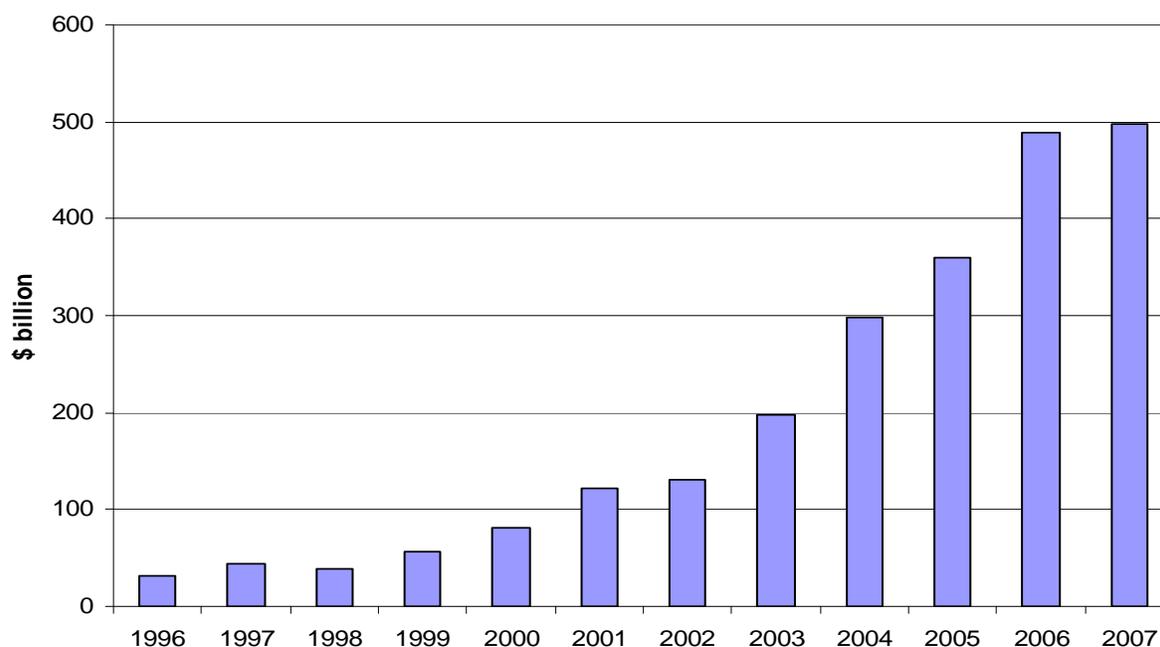
*wers/issuers*, ma anche un elevato livello di diversificazione industriale. Tuttavia deve essere tenuta nella dovuta considerazione la circostanza, particolarmente importante nel caso del BbD, della concentrazione territoriale dei settori industriali compresi nel portafoglio: in altri termini, *in caso di cicli economici recessivi, nonostante un’ampia diversificazione industriale del portafoglio di riferimento di un CDO, possono verificarsi delle interferenze inter-settoriali* potenzialmente in grado di causare perdite in differenti segmenti industriali e quindi perdite nel portafoglio di riferimento.

## 2 – La cartolarizzazione dei prestiti alle piccole e medie imprese (PMI) in Europa

I volumi delle emissioni di *Asset-Backed Securities* (ABS) in Europa, a partire dagli Anni 90, hanno registrato tassi di crescita assai elevati, fino a raggiungere un volume di emissioni complessivo, alla fine del 2007, pari a quasi 500 miliardi di Euro. Il tasso di crescita del 2007 rispetto al 2006 appare soggetto ad una dinamica meno accentuata rispetto a quello degli anni precedenti a causa delle turbolenze sui mercati secondari americani provocate dalla c.d. crisi dei mutui *sub-prime*, la quale ha a sua volta comportato deludenti *performances* delle operazioni di cartolarizzazione dei portafogli di tali prodotti finanziari.

La Figura 3<sup>9</sup> fornisce una significativa raffigurazione di ciò.

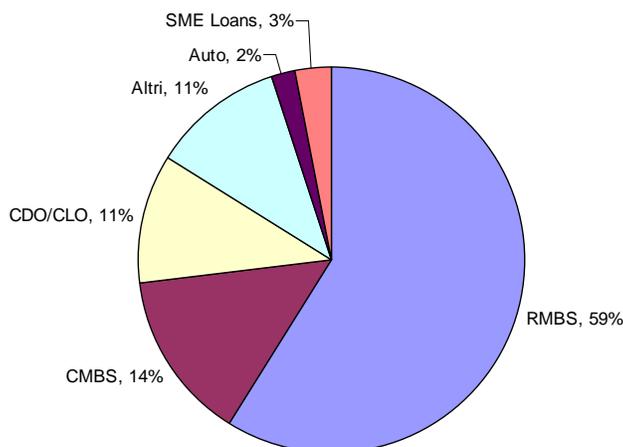
Fig. 3 – Evoluzione delle emissioni di ABS in Europa dal 1995 al 2007



9 Fonti: Morgan Stanley Fixed Income Research (Dicembre 2006) e European Securitisation Forum

La composizione delle emissioni ABS in Europa comprende una grande varietà di *asset classes*, ma la parte preponderante, come si può notare nella figura seguente<sup>10</sup> è giocata dai titoli RMBS (*Residential Mortgages Backed Securities*).

Fig. 4 – Evoluzione delle emissioni di ABS in Europa dal 1995 al 2007



Come si può notare, i titoli ABS emessi a fronte di un portafoglio di prestiti a PMI (*SME – Small and Medium Enterprises - loans*) costituiscono solo il 3% del valore complessivo delle emissioni. In valore assoluto, tuttavia, essi ammontano alla ragguardevole cifra di circa 15 miliardi di Euro.

Nell’ambito dei *SME loans* cartolarizzati in Europa un ruolo di assoluto rilievo giocano, in particolare, quattro Paesi: Spagna, Belgio, Germania e Grecia. La Figura 5<sup>11</sup> dà atto di ciò.

Sia in Spagna che in Germania (ma anche nei restanti due Paesi), tale settore risulta caratterizzato dall’intervento delle Autorità di governo pubblico (sia a livello nazionale che a livello locale): la cartolarizzazione di tali categorie di attivi, infatti, risente delle difficoltà derivanti da alcune imperfezioni (“fallimenti”) del mercato. La numerosità e l’eterogeneità dei prestiti alle PMI, in altre parole, unitamente all’assenza di una standardizzazione contrattuale (quale si può riscontrare, per esempio, nel caso dei mutui residenziali o commerciali) ed alla presenza di asimmetrie informative tra la banca erogante e le imprese prenditrici dei fondi, rendono l’intero processo di strutturazione piuttosto lungo, articolato e complesso. Se a questo, poi, si sommano i costi fissi tipici di ogni operazione di cartolarizzazione, dovuti all’intervento di terze parti (Agenzie di Rating, studi legali, strutturatori, *interest swap providers* etc.) nella operazione stessa, si com-

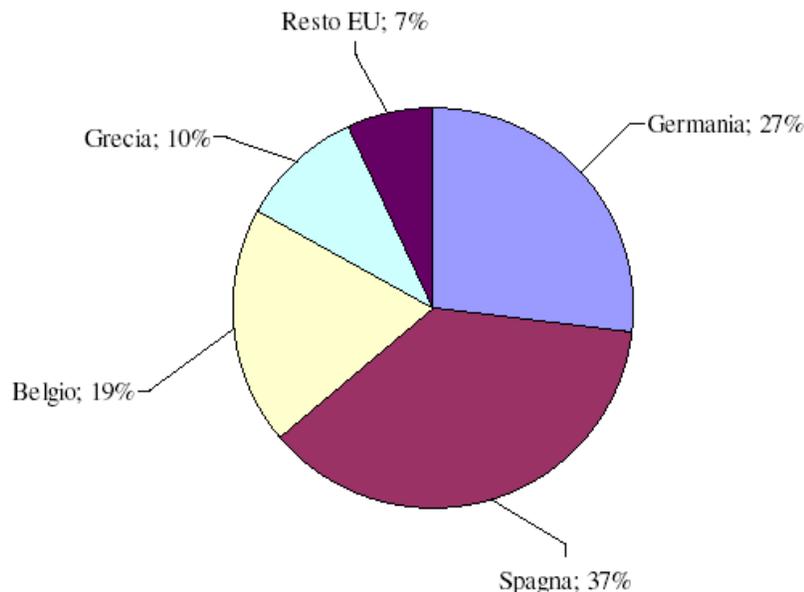
<sup>10</sup> Fonte: Morgan Stanley Fixed Income Research (Dicembre 2006)

<sup>11</sup> Fonte: Broccardo Elena (2007), *Cartolarizzazione dei prestiti alle Pmi e politiche pubbliche: l’esperienza spagnola*, [www.smefin.net](http://www.smefin.net)

prende bene come tali caratteristiche rendano antieconomico il ricorso a tali forme di intervento sul mercato dei capitali.

A ciò vanno sommati i timori tipici degli investitori (soprattutto di quelli interessati alle classi *junior*, con un più elevato profilo di rischio/rendimento) in relazione alla possibilità di deludenti *performances* dei portafogli sottostanti, soprattutto nel caso in cui i prestiti alle PMI, ancorché differenziati per *borrowers* e per industria, risultino fortemente concentrati da un punto di vista geografico (ed è questo il tipico caso dei BdD): in tal caso, quindi, un intervento pubblico in chiave di garanzia o in qualità di acquirente della *equity tranche*, consentirebbe un innalzamento repentino del livello di fiducia nell’operazione da parte del mercato, con un conseguente successo dell’operazione sul mercato primario (i.e., all’emissione), abbassamento degli *spreads* (i.e., minor costo medio ponderato per l’emittente/*originator*), e maggiore liquidità sul mercato secondario (i.e., stabilità dei prezzi, facilità di negoziazione).

Fig. 5 – La cartolarizzazione di SME loans nel 2006: breakdown per Paese membro



“Si comprende quindi facilmente perché l’intervento pubblico, finalizzato a promuovere la diffusione della cartolarizzazione dei prestiti alle Pmi, sia auspicabile quanto necessario” (Brocardo, 2007).

### 3 – I Bond di Distretto: le esperienze italiane

I BdD sono i titoli emessi come risultato di operazioni di cartolarizzazione di prestiti a PMI *localizzate all’interno di un circoscritto territorio*.

La definizione di “Distretto Industriale”, secondo “*wikipedia*”, è quella di “un’agglomera-

zione di imprese, in generale di piccola e media dimensione, ubicate in un ambito territoriale circoscritto e storicamente determinato, specializzate in una o più fasi di un processo produttivo e integrate mediante una rete complessa di interrelazioni di carattere economico e sociale”.

Secondo il CNEL ([http://www.cnel.it/cnelstats/Percorso\\_guidato\\_005\\_file/frame.htm](http://www.cnel.it/cnelstats/Percorso_guidato_005_file/frame.htm)) , per “Distretto Industriale” si intende “un sistema locale caratterizzato dalla presenza di un’attività produttiva principale svolta da un insieme di piccole imprese indipendenti, che però sono altamente specializzate in fasi diverse di uno stesso processo produttivo.”

Tuttavia, la Legge 317 del 1991, che introduce per la prima volta nel sistema giuridico italiano lo status giuridico di “Distretto Industriale”, preferisce adottare una definizione più ampia, facendo riferimento non solo alla “specializzazione in una o più fasi di un processo produttivo” e/o alla loro “integrazione”, ma anche – e più semplicemente – alla mera concentrazione di piccole e medie imprese all’interno di un territorio. Secondo tale disposizione di legge, infatti, vengono definiti distretti industriali “le aree territoriali locali caratterizzate da elevata concentrazione di piccole imprese, con particolare riferimento al rapporto tra la presenza delle imprese stesse e la popolazione residente, nonché alla specializzazione produttiva dell’insieme delle unità produttive coinvolte.”

Il distretto industriale, scrisse A. Marshall, è una “*fabbrica senza mura*”<sup>12</sup>.

Come si vedrà qui di seguito, le esperienze Italiane di BdD fanno riferimento ad imprese che, sebbene localizzate all’interno di territori geograficamente circoscritti (più precisamente: Nord-Ovest e Nord-Est dell’Italia), risultano tuttavia appartenere a settori industriali non correlati tra di loro. Perciò, sarebbe forse più opportuno parlare, per tali esperienze, di “Bond di Territorio” piuttosto che di “Bond di Distretto”<sup>13</sup>.

Fig. 6 – PMI 1 e PMI 2: portafogli a confronto. Dati in Euro

	PMI 1	PMI 2
Totale esposizione	231.827.000	307.305.500
Numero di <i>borrowers</i>	471	737
Numero di <i>loans</i>	471	737
Esposizione maggiore	2.000.000	1.500.000
Esposizione media	492.202	416.968
Vita media ponderata	2.9 anni	2.7 anni
Min/Max <i>spread</i> sui <i>loans</i>	0.6%/2.5%	0.8%/1.75%
<i>Spread</i> medio ponderato sui <i>loans</i>	1.53%	1.52%
<i>Diversity score</i>	75	100
Rating medio ponderato stimato da <i>Moody's</i>	Ba2	Ba2

<sup>12</sup> Marshall, A. (1972), *Principi di Economia*, traduzione di A. Campolongo, UTET

<sup>13</sup> Nel proseguimento della trattazione, tuttavia, si continuerà ad usare l’espressione “Bond di Distretto” al solo fine di assecondare una ormai invalsa abitudine linguistica con significato tecnico

I BdD emessi in Italia risalgono al 2004: essi sono “PMI UNO Finance” (di seguito PMI 1) e “PMI DUE Finance” (di seguito PMI 2) emessi, rispettivamente, nell’Aprile del 2004 e nel Novembre del 2004<sup>14</sup>.

Mentre PMI 1 è un’operazione essenzialmente rivolta essenzialmente alle piccole e medie imprese del Veneto, PMI 2 si rivolge, invece, alle PMI localizzate in Lombardia, Piemonte, Valle d’Aosta e Liguria.

Le caratteristiche principali del portafoglio di riferimento, per entrambe le operazioni messe a confronto, sono elencate nella tabella di Figura 6.

Il portafoglio di PMI 2 mostra un *diversity score* più elevato (100 vs 75), unitamente ad un più elevato numero di *borrowers* e *loans* (maggiore parcellizzazione del portafoglio, dimostrata anche da un minore valore della “Esposizione maggiore” e della “Esposizione media”). La circostanza che il numero di *borrowers*, per entrambe le operazioni, sia pari al numero di *loans* implica che nessun *borrower* sia destinatario di più di un prestito da parte dell’ Istituito *originator* delle transazioni. Le due operazioni, dunque, unitamente considerate, hanno consentito di “iniettare” nel territorio di riferimento, a beneficio delle PMI, per il finanziamento di progetti di investimento, una somma complessiva di quasi 540 milioni di euro. Tale somma è stata erogata dall’ *originator* (Unicredit Banca d’Impresa): il processo di rifinanziamento è quindi avvenuto tramite l’emissione dei BdD sul mercato dei capitali, secondo le seguenti strutture di emissione per le due operazioni:

Fig. 7 – PMI 1/ PMI 2: emissioni a confronto. Dati in Euro

Classi	Rating (Moody’s)	Ammontare	% del totale	Legal Final Maturity
A	Aaa/Aaa	198.900.000/271.000.000	85.8/88.2	Luglio 2012/Ottobre 2013
B	Aa2/Aa2	10.700.000/7.000.000	4.6/2.3	Luglio 2012/Ottobre 2013
C	Baa2/Baa2	8.300.000/11.400.000	3.6/3.7	Luglio 2012/Ottobre 2013
D	Ba3/Ba3	4.900.000/6.200.000	2.1/2.0	Luglio 2012/Ottobre 2013
E	NR/NR	9.027.000/11.705.000	3.9/3.8	n.a./n.a.
Total		231.827.000/307.305.500	100/100	

### 3.1 – PMI 1 e PMI 2: i triggers

Elemento costitutivo e caratterizzante di tutte le operazioni di cartolarizzazione sono i c.d. *triggers* (letteralmente, in italiano, “grilletti”): essi costituiscono dei meccanismi di protezione per gli investitori<sup>15</sup>. I *triggers* delle operazioni PMI 1 e PMI 2 sono relativi al livello di *cumulative de-*

<sup>14</sup> Per le informazioni relative alla struttura ed alle caratteristiche di entrambi questi deals si fa nel testo riferimento, dove non diversamente specificato, come fonti di informazione, a Moody’s Investors Service, International Structured Finance, PMI UNO e PMI DUE Finance, Pre-Sale Reports, Aprile 2004 e Novembre 2004

<sup>15</sup> Poiché, infatti, le operazioni di securitisation non prevedono alcun tipo di discrezionalità nel corso del loro funzionamento, è necessario predisporre, delle risposte automatiche ad alcuni problemi che possono verificarsi nel corso della transazione. Un *trigger* di protezione strutturale generalmente prevede che, qualora si verificino degli elementi o dei segnali di debolezza della transazione (ad esempio: livello di *cumulative defaults* più elevato di un determinato

*faults*, in percentuale rispetto al totale del portafoglio iniziale. Più in dettaglio:

1) Se il livello di *cumulative defaults* supera rispettivamente, per PMI 1 e PMI 2, i livelli del 2.53%/2.5%, allora l'*Excess Spread* viene interamente usato per rimborsare le *Notes* in conto capitale;

2) Se il livello di *cumulative defaults* supera rispettivamente, per PMI 1 e PMI 2, i livelli del 5.4%/5.8%, allora il pagamento degli interessi sulle *Notes* della Classe D verrà “dirottato” verso il pagamento in conto capitale delle altre classi di *Notes* più *senior*;

3) Se il livello di *cumulative defaults* supera rispettivamente, per PMI 1 e PMI 2, i livelli del 8%/9.5%, allora il pagamento degli interessi sulle *Notes* della Classe C verrà “dirottato” verso il pagamento delle altre classi di *Notes*.

Mentre il *trigger* di cui al punto 1) non comporta, tecnicamente, alcun tipo di ritardo nei pagamenti, i *triggers* successivi, invece, lo implicano, e la loro eventuale rottura risulta perciò di gran lunga più allarmante, in termini di *performance* dell’operazione rispetto al *trigger* di cui punto 1)

#### 4 – I Bond di Distretto: le *performances*<sup>16</sup> e un confronto con la Spagna

Lo studio si è basato, essenzialmente, sull’extrapolazione del livello di *cumulative defaults*, in percentuale dell’*Initial Outstanding Portfolio*.

Fig. 7 – PMI 1/ PMI 2: livelli di *cumulative defaults* a confronto

	Jun-04	Sep-04	Dec-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dec-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dec-07
PMI1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.37	0.47	1.04	1.20	1.20	1.20	1.71	2.05	2.38	2.45	2.66
PMI2	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.36	0.46	0.52	0.63	1.09	1.09	1.25	1.77

Il grafico di Figura 8 dimostra che le *performances* delle due operazioni risultano molto assimilabili, sebbene la PMI 2 risulti leggermente *overperforming* rispetto alla PMI 1.

I livelli di *cumulative defaults*, però, *per se*, non offrono un adeguato valore segnaletico se non vengono valutati in modalità relative, vale a dire nel confronto con *performances* di operazioni assimilabili per struttura e composizione del portafoglio.

A tal fine, un importante indicatore di *performances* è sicuramente costituito dalla rilevanza, in termini percentuali, del livello di *cumulative defaults* rispetto alla c.d. *equity piece*: tale *tranche*, infatti, costituisce un meccanismo di protezione strutturale (*credit enhancement*) nei

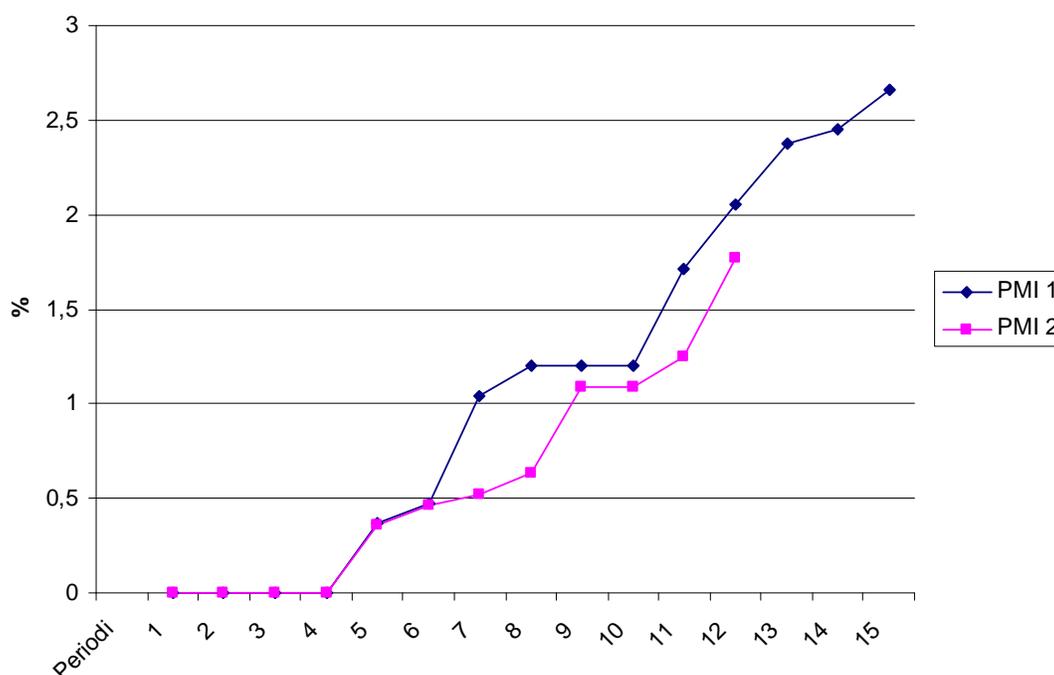
---

valore di soglia, in genere espresso come percentuale del totale di portafoglio iniziale), allora la struttura della transazione verrà modificata, in maniera automatica, in una certa maniera.

<sup>16</sup> Le *performances* indicate nel testo si basano sulle informazioni riportate negli *Investor Reports* forniti da UBM, che in questa sede si intende ringraziare.

confronti della Classi di *Notes con Rating* più elevato, quindi più *senior*, vale a dire privilegiate nei meccanismi di pagamento e – appunto – protette dal rischio di perdite sul portafoglio sottostante dalla circostanza che tali eventuali perdite vanno a colpire prima le Classi più *junior*, sino al limite rappresentato dalla loro capienza, e solo successivamente, nel caso di insufficiente copertura da parte delle Classi *junior*, esse colpiscono le Classi più *senior*. Per fare un esempio concreto, nel caso di PMI 1, perché i *defaults* colpiscano la Classe D, è necessario che essi superino il livello rappresentato dalla *equity piece*, cioè Eur 9.027.000.

Fig.8 – PMI 1/ PMI 2: livelli di *cumulative defaults* - in % dell' *Initial Outstanding Portfolio* - a confronto



Dopo aver calcolato, per PMI 1 e PMI 2, il “peso” percentuale del livello di *cumulative defaults* rispetto all'*equity piece* delle due rispettive operazioni, lo si è messo a confronto con il medesimo indicatore calcolato su simili operazioni di cartolarizzazione di *small business financing* in Spagna<sup>17</sup>. Il raffronto si può vedere nei grafici di Figura 9 e Figura 10. E' dunque immediato notare che, se da una parte il citato rapporto percentuale si mantiene costantemente al di sotto del valore soglia 1, dall'altra il confronto con similari operazioni emesse sul mercato spagnolo sem-

<sup>17</sup> Il raffronto si è avvalso del lavoro di Broccardo E., (2007), op.cit., con l' avvertenza che tale lavoro, per il grafico presentato nel testo, si basa sui livelli di *delinquencies* (ritardi nei pagamenti) superiori ai sei mesi, che si sono qui ritenuti, ai fini di un ragionevole confronto, sostanzialmente assimilabili ai livelli di *defaults*

bra indurre verso la sensazione che i BbD registrino delle performance inferiori<sup>18</sup>.

Fig.9 – Cartolarizzazione dei crediti alle PMI in Spagna: livelli di cumulative defaults - in % dell' Equity Piece.

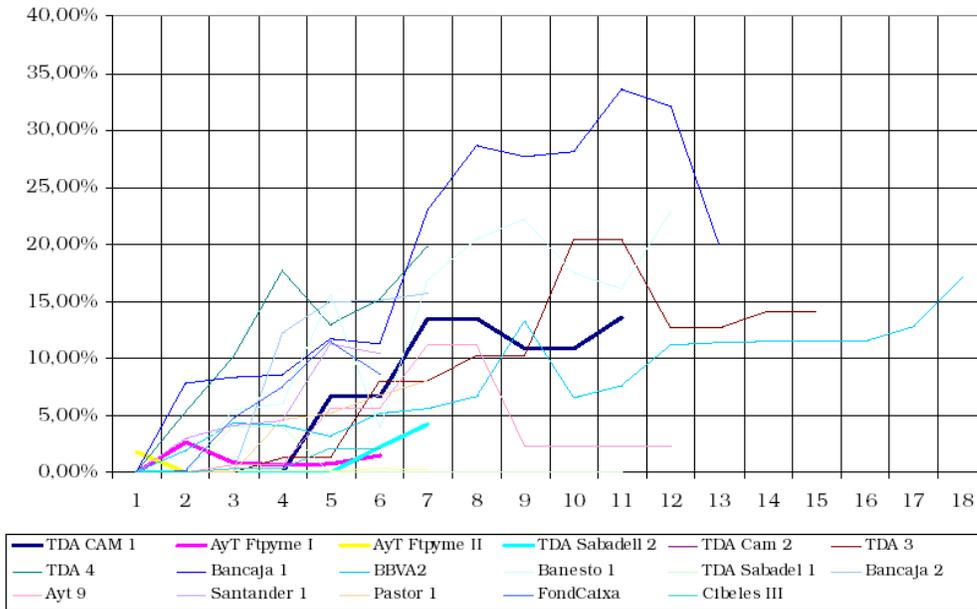
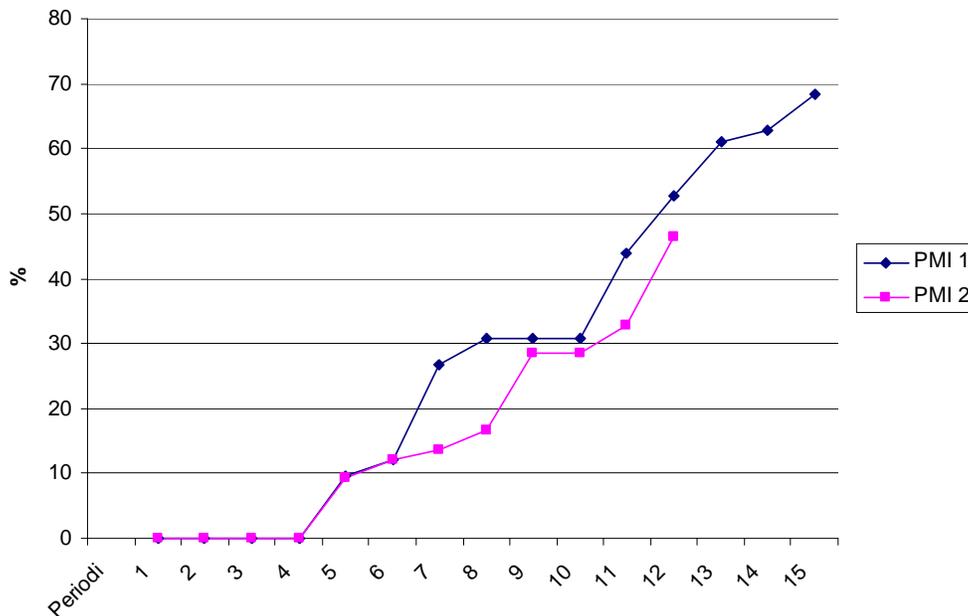


Fig.10 – PMI 1 e PMI 2: livelli di cumulative defaults - in % dell' Equity Piece.



<sup>18</sup> Va tuttavia sottolineato con forza che i *bond* spagnoli sono emessi a fronte di un portafoglio di prestiti a PMI localizzate all'interno di un ben più ampio territorio (diversificazione territoriale) rispetto agli omologhi BbD Italiani

Va notato, tuttavia, che, nei due BdD analizzati, nessuno dei *triggers* potenzialmente in grado di innescare ritardi nei rimborsi delle Notes è stato finora innescato: la *performance* di entrambi, pertanto, deve essere considerata come soddisfacente, mentre PMI 2 sembra, tra i due, quello che registra risultati migliori (cfr. grafici in Figura 8 e 10).

## 5 - I Bond di Distretto: conclusioni e proposte

L’esperienza dei BdD è, finora, circoscritta a PMI 1 e PMI 2. L’ utilizzo delle risorse dei mercati internazionali dei capitali al fine della promozione e dello sviluppo di un territorio risulta quindi notevolmente limitato, non solo in Italia ma anche nel resto d’Europa.

Uno dei motivi principali di tale limitato ricorso consiste indubbiamente nell’elevato profilo di rischio di portafoglio che si registra nel momento in cui i *borrowers* risultano fortemente concentrati all’interno di un unico territorio: tale rischio, inoltre, risulta tanto più intenso quanto meno robusti sono i c.d. *fundamentals* delle imprese localizzate nel territorio oggetto dell’iniziativa (i due BdD Italiani facevano riferimento a due aree territoriali tra le più economicamente ricche della Nazione).

I due BdD sono stati strutturati anche grazie all’intervento in conto garanzia dei Consorzi Fidi locali. Le *performances*, finora, come si è visto, sono state soddisfacenti, e gli investitori – anche quelli nei titoli più *junior* - non hanno sofferto perdite.

*“Per favorire lo sviluppo di operazioni di cartolarizzazione su prestiti a Pmi, negli ultimi dieci anni sono state promosse alcune specifiche iniziative di supporto pubblico, sia a livello nazionale sia a livello europeo. Indipendentemente dalla forma di sostegno adottata, lo scopo di tali interventi è quello di sostenere una crescita che appare rallentata dalla presenza di fallimenti di mercato. Alcune recenti ricerche hanno confermato la capacità delle politiche pubbliche di stimolare efficacemente la cartolarizzazione di prestiti alle Pmi.”*<sup>19</sup>

Spagna e Germania sono due importanti teatri operativi nei quali le politiche pubbliche di sostegno alla cartolarizzazione dei prestiti alle PMI hanno sortito effetti rilevanti. La Commissione Europea, in un recente documento<sup>20</sup>, ha indicato alcune importanti linee guida.

Tra le forme che può assumere, in Italia, l’ intervento pubblico, secondo le linee guida della Commissione<sup>21</sup>, quella su cui vale la pena di soffermarsi appare essere il ruolo di investitore: sebbene ogni tranche sia potenzialmente oggetto di investimento da parte delle Autorità di Governo (centrale e decentrato) non vi è dubbio che un investimento nella tranche più *junior* (*equity piece*) consentirebbe di fornire agli investitori un adeguato livello di *credit enhancement* e, con-

<sup>19</sup> Broccardo E., (2007), *op.cit.*, pag 13

<sup>20</sup> European Commission (2007), Roundtable between bankers and SMEs- SMEs securitisation – Final Report.

<sup>21</sup> Investitore, fornitore di una piattaforma standardizzata, fornitore di garanzie

temporaneamente, all’ente *originator* di finanziare interamente l’operazione senza l’accollo di rischi residuali in Bilancio. Tale intervento, inoltre costituirebbe un importante segnale di fiducia nell’operazione, soprattutto per operazioni “nuove” o per territori con debolezze strutturali. Infine, sfruttando l’effetto di leva finanziaria, il risultato finale sarebbe quello di riuscire ad iniettare nel territorio di competenza livelli crescenti di liquidità con un ridotto sforzo finanziario (nell’esempio di PMI 1, l’ *equity piece* è di soli Eur 9 milioni circa a fronte di una operazione complessiva di Eur 232 milioni circa).

## References

- AA.VV. (2002), *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, Giappichelli Editore, Torino
- AMTE e GBRW (2004), *Study on Asset-backed-securities: Impact and use of ABS on SME finance* ([http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/report_en.pdf))
- Basel Committee on Banking Supervision (2004), *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework*, Bank for International Settlements, Basel, June
- BBVA Research (2007), *Spanish SME securitizations: an important role in the European market*, credit report
- Borod R.(1991), *Securitization: Asset Backed and Mortgage-Backed Securities*, Butterworth Legal Publishers, Salem
- Broccardo E. (2007), *Cartolarizzazione dei prestiti alle Pmi e politiche pubbliche: l’esperienza spagnola*, [www.smefin.net](http://www.smefin.net)
- Callegaro F. (2003), *La cartolarizzazione dei crediti. Le società, i contratti, la vigilanza*, IPSOA
- Campbell D. and Meek S. (2000), *International Asset Securitization and Other Financing Tools*, Transnational Publication
- Desario V. (1999), “*Il finanziamento delle piccole e medie imprese tra localismo e globalizzazione*”, Bollettino Economico, 32, pp.49\*-57\*, (intervento Convegno “Banche locali e PMI”)
- European Commission (2007), *Roundtable between bankers and SMEs- SMEs securitisation – Final Report*
- Fabozzi F.J. and Goodman L. (2001), *Investing in Collateralised Bond Obligations*, John Wiley and Sons
- Fitch Ratings (2005), *Securitisation in Spain*, September;
- Forestieri G. and Onado M. (1999), “*L’innovazione nel finanziamento delle PMI*”, Ricerca Newfin, EGE-A, Milano
- Glennie David (1998), *Securitization*, Kluwer Law International;
- Kothari V. (2006), *Securitization, the financial instrument of the future*, John Wiley and Sons (Asia), pag. 424
- Marshall A. (1972), *Principi di Economia*, traduzione di A. Campolongo, UTET, Torino
- Moody’s (2001), *Commonly asked CDO questions: Moody’s responds*
- Morgan Stanley Fixed Income Research (Dicembre 2006)

Zazzaro A. (1997), Regional banking systems, credit allocation and regional economic development, *Economie Appliquée*, vol. 50 [51-74].