

La cartolarizzazione per finanziare le piccole e medie imprese distrettuali

Struttura e protagonisti dell'operazione

Francesco Ferragina

Partner di Kon SpA, dottore commercialista, docente a contratto di Finanza aziendale all'Università di Firenze

Il mercato finanziario è stato profondamente innovato nel corso dell'ultimo decennio. Le imprese di piccole e medie dimensioni sembrano però solo sfiorate da queste novità: le loro possibilità di accesso al mercato dei capitali sono infatti sempre ridotte e difficilmente possono godere dei vantaggi di un mercato finanziario realmente globale. La cartolarizzazione potrebbe essere un valido canale alternativo di finanziamento delle piccole e medie imprese quando inserite in un sistema, distrettuale o territoriale. L'unione fa la forza!

La cartolarizzazione,¹ omologo italiano del termine anglosassone *securitization*, è uno strumento finanziario, nato in USA negli anni '70 e ampiamente utilizzato in altri mercati, che potrebbe offrire alle imprese e agli investitori grandi opportunità e significativi benefici.

La *securitization* è lo strumento attraverso il quale si realizza la conversione di attività a liquidità differita non negoziabili in titoli negoziabili e liquidabili sul mercato.

I tratti caratteristici dell'operazione sono i seguenti:

- la valutazione del mercato in termini di rischio-rendimento è incentrata sulla composizione del portafoglio di attività negoziate e prescinde dall'apprezzamento del merito creditizio dell'impresa;
- la gestione dell'operazione è affidata a un soggetto creato appositamente allo scopo, giuridicamente distinto dall'impresa cedente. Attraverso una *securitization* si realizza, pertanto, l'obietti-

vo di rendere autonomamente negoziabili determinate classi di attività e ciò avviene utilizzando un soggetto finanziario "più efficiente" rispetto al soggetto titolare delle attività in esame.

Gli *assets* che possono essere oggetto di una cartolarizzazione sono molteplici, ma devono possedere requisiti comuni: devono essere idonei a generare *cash flow* significativi e stabili, tali da essere coerenti con posizioni rischio-rendimento correnti sul mercato per attività finanziarie similari e, nell'ambito di una singola operazione, devono essere caratterizzati da omogeneizzazione e standardizzazione in ordine alla durata, al rimborso e al grado di rischio.

Struttura e protagonisti

La cartolarizzazione è un'operazione molto complessa che coinvolge una pluralità di soggetti, cia-

¹Si veda in proposito anche F. Ferragina, "Il finanziamento dell'impresa attraverso la cartolarizzazione dei crediti", in AA.VV., *Temi di finanza*, Franco Angeli, Milano, 2004.

scuno dei quali ha una funzione ben definita. Nonostante tale complessità, dovuta alla possibilità infinita di varianti, le *securitization*, sia sotto il profilo della struttura delle operazioni, sia per ciò che concerne la tipologia e il ruolo dei soggetti coinvolti, sono sostanzialmente omogenee.²

A titolo meramente esemplificativo,³ è possibile individuare le fasi di un'operazione tipo:

- selezione, da parte dell'*originator*, degli *assets* da cartolarizzare;⁴
- costituzione dello *special purpose vehicle*, società di scopo costituita sotto forma di società di capitali, autonoma rispetto all'*originator*, che deve acquisire da quest'ultimo gli *assets* finanziando l'operazione attraverso l'emissione di titoli sul mercato;
- cessione allo *special purpose vehicle* degli *assets* individuati dall'*originator*;
- definizione delle caratteristiche dei titoli che saranno emessi e individuazione delle modalità ottimali di collocamento sul mercato in funzione delle caratteristiche del portafoglio di *assets* e in considerazione della domanda corrente sul mercato finanziario;
- individuazione dell'eventuale *credit enhancer*;⁵
- individuazione della società di *rating* che deve valutare l'emissione;
- emissione e collocamento dei titoli presso gli investitori. In questa fase può essere necessario avvalersi di un operatore specializzato;
- gestione e amministrazione degli *assets* e dei pagamenti effettuati dalla clientela (attraverso il *servicer*);⁶
- rimborso dei titoli ABS.⁷

I principali soggetti coinvolti in un'operazione di cartolarizzazione sono i seguenti: l'*originator*

(impresa cedente), lo *special purpose vehicle* (cessionario ed emittente titoli), la società di *rating*, il *credit enhancer*, il *servicer*. Ciascuno di questi svolge un ruolo ben definito nell'operazione e persegue finalità differenti. Assieme a questi protagonisti esistono altre figure che svolgono ruoli di rilievo, ma che sono meramente strumentali al buon esito dell'operazione. In questa sede ci interessa prevalentemente il ruolo e i vantaggi per l'*originator*, impresa industriale o finanziaria che avvia la cartolarizzazione. Gli obiettivi più rilevanti che l'*originator* si propone di conseguire attraverso la cartolarizzazione possono essere raggruppati nel modo seguente: operazioni di "sistemazione" del bilancio, ricorso a nuove fonti di finanziamento e riequilibrio della struttura finanziaria, riduzione dei costi di finanziamento e riduzione del profilo di rischio a essa connesso.

Per ciò che concerne l'utilizzo della cartolarizzazione per "sistemazioni" di bilancio, è necessario distinguere due aspetti: da un lato, infatti, l'operazione di *securitization* configura una cessione dei crediti iscritti in bilancio con la conseguente eliminazione di tali crediti dai prospetti contabili. Dall'altro lato, consente di migliorare i quozienti di solvibilità e il rapporto di indebitamento con benefici effetti sulla possibilità di utilizzo della leva finanziaria e sulla redditività complessiva della gestione. Questo aspetto è, però, soltanto il risultato esteriore dell'operazione di cartolarizzazione. I maggiori vantaggi sono, infatti, conseguiti in termini di:

- a.** riequilibrio della struttura finanziaria. Attraverso la cessione degli *assets* l'*originator* realizza risorse liquide che può utilizzare per estinguere fonti troppo onerose o finanziamenti contratti a condizioni non convenienti;
- b.** diversificazione delle fonti di finanziamento. Le risorse liberate attraverso la cartolarizzazione pos-

²Per tale motivo la struttura dell'operazione descritta, pur se riferita in maniera specifica alla cartolarizzazione dei crediti commerciali, è agevolmente utilizzabile anche per *securitization* riferite ad altre classi di attivo.

³Si veda oltre la *figura 1*.

⁴In questa operazione l'impresa deve tenere conto non del valore nominale dei crediti, bensì del loro valore di realizzo, cui è commisurato il valore dei titoli che saranno emessi sul mercato. Il *credit rating* degli strumenti mobiliari oggetto di emissione, infatti, dipende dalla qualità del *collateral* dell'emissione stessa.

⁵Il *credit enhancement* è la garanzia fornita da soggetti terzi specializzati sulla possibilità di rimborso dei titoli.

⁶Il *servicer* è il soggetto che si occupa della gestione del patrimonio cartolarizzato.

⁷Il rimborso delle ABS avviene sulla base di un piano finanziario definito in funzione dei *cash flow* generato dal *collateral*. Questo piano può avere una duplice struttura: può prevedere un rapporto diretto tra le scadenze dei titoli ABS e gli attivi che maturano e generano *cash flow*. Oppure si può dare luogo a operazioni rotative (*revolving*) in cui gli *assets* oggetto di cartolarizzazione vengono ceduti e portati a scadenza periodicamente via via che si formano nel bilancio dell'*originator* per un certo periodo di tempo.

sono essere utilizzate per effettuare nuovi investimenti produttivi;⁸

c. riduzione dei costi di finanziamento. Il costo delle operazioni di *securitization* è connesso, infatti, alla qualità degli *assets* ceduti e alla tipologia dell'operazione che si intende realizzare e non ai comuni parametri di determinazione dell'affidabilità di una impresa. Il costo complessivo di un'operazione potrebbe pertanto essere inferiore per un'impresa a quello di un'altra fonte di finanziamento tradizionale;

d. miglioramento del profilo rischio connesso. La realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione riduce infatti:

- il rischio di liquidità, dovuto alla necessità di finanziare gli *assets* in oggetto per tutta la loro vita utile;
- il rischio legato all'andamento dei tassi di interesse, poiché tale rischio viene trasferito ai titolari delle *securities*;
- il rischio di portafoglio, attraverso la “dismissione selettiva” degli *assets* che contribuisce a un miglioramento del merito creditizio.

L'attività più importante che l'*originator* pone in essere è quella di individuazione degli *assets* che saranno oggetto di *securitization*. Nel progettare l'operazione è necessario tenere in adeguata considerazione sia le caratteristiche del mercato finanziario su cui si procederà a negoziare i titoli, sia le caratteristiche della domanda sul medesimo mercato. In questa attività l'*originator* deve valutare, quindi, una pluralità di elementi tra cui: le caratteristiche degli *assets*, particolarmente in ordine alla natura, diversificazione e liquidabilità, i vincoli di natura legislativa e fiscale alla cessione e, più in generale, la fattibilità e la convenienza complessiva dell'operazione, nonché i tempi di effettuazione della stessa.

I requisiti principali che un portafoglio di *assets* deve possedere al fine di essere oggetto di una *securitization* possono essere sintetizzati come segue:

- stabilità dei flussi di cassa associati;
- elevata trasparenza al fine di ridurre al minimo il rischio di asimmetrie informative;

- livello di diversificazione coerente con il rischio-rendimento atteso dai possibili investitori;
- elevata affidabilità dei terzi coinvolti: *credit enhancers*, società di *rating*, *servicers*;
- scadenze di pagamento frequenti e flessibilità nella loro gestione.

Viste le sue caratteristiche, la cartolarizzazione sembrerebbe offrire una rilevante opportunità di accesso al mercato dei capitali anche per imprese di medie dimensioni. A queste ultime, infatti, è spesso associato un elevato livello di rischio che limita notevolmente la possibilità e la capacità di accedere a fonti di finanziamento di tipo tradizionale.

L'accesso a un programma di cartolarizzazione potrebbe, invece, consentire alle imprese di reperire risorse finanziarie indipendentemente dal profilo di rischio connesso all'impresa e quindi in modo più agevole e più conveniente.

Purtroppo queste imprese non sono sempre in grado di selezionare nel proprio attivo degli *assets* tali da rendere conveniente un'operazione di *securitization*. Per tale motivo gli operatori specializzati hanno posto in essere delle operazioni caratterizzate da aggregazioni di *assets* provenienti da differenti *originator*. Un'importante opportunità di finanziamento è offerta alle imprese appartenenti a un medesimo settore/comparto industriale o a uno stesso distretto attraverso la cosiddetta “cartolarizzazione distrettuale”: in questi casi, infatti, nonostante la ridotta dimensione dei singoli *originators*, l'insieme delle imprese risponde a quelle caratteristiche di stabilità dei flussi di cassa e di massa critica che consentono la realizzazione dell'operazione.

Con particolare riguardo alla legge 130/1999, il nostro legislatore ha stabilito che le disposizioni di cui all'art. 1 si applicano «alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti che futuri, individuabili anche in blocco», a una società specializzata nel compimento di tali operazioni (art. 1, lett. a), alla quale si impone il vincolo di destinazione delle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti al soddisfacimento dei diritti

⁸Nel caso di imprese con elevato profilo di rischio o con scarse possibilità di accesso ulteriore al credito o, ancora, con crediti non *performing* in portafoglio, la cartolarizzazione costituisce una fonte di finanziamento alternativa svincolata dalle caratteristiche dell'impresa.

incorporati nei titoli emessi, nonché al pagamento dei costi dell'operazione (art. 1, lett. b).

In ordine alle caratteristiche dei crediti ceduti, la norma lascia ampio spazio agli operatori: non si esclude, infatti, la possibilità di cartolarizzare anche crediti di difficile esigibilità (non *performing*). La legge 130/1999 ha previsto che la cartolarizzazione riguardi la cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti. Con quest'ultima espressione il legislatore ha voluto fare un esplicito rinvio all'art. 58 TUB e alle istruzioni di vigilanza (aggiornamento n. 132 del 5 dicembre 1996) nelle quali si definiscono le cessioni in blocco come un'operazione unitaria di trasferimento che comporti il trapasso in un unico contesto temporale di una pluralità di crediti che presentano un comune elemento distintivo.

Relativamente alle modalità di cessione, la *ratio* della norma, nonostante il fatto che il testo di legge (art. 4 della legge 130/1999) non preveda un'esplicita disciplina circa il trasferimento dei crediti allo *special purpose vehicle* (*pro soluto* oppure *pro solvendo*), sembra volere favorire quei contratti di cessione che configurano la definitiva uscita dei crediti dal patrimonio del cedente in considerazione del fatto che i crediti stessi sono legati alla emissione dei titoli che devono finanziare l'intera operazione.

La "cartolarizzazione distrettuale"

Gli elementi sinteticamente esposti, relativi a una generica operazione di cartolarizzazione, ci introducono all'analisi di quelle forme, definite nel prosieguo del testo "cartolarizzazione distrettuale", che potrebbero contribuire allo sviluppo del sistema industriale distrettuale senza provocare stravolgimenti nella normale operatività delle imprese e senza causare un aggravio dei costi informativi e di ottenimento del credito da parte del sistema medesimo. L'ingegneria finanziaria applicata alle operazioni di *securitization*, pur senza considerare la struttura della *synthetic securitization*, ha prodotto un'estrema sofisticazione delle strutture di base consentendone l'utilizzo per il finanziamento di singole imprese e di interi settori industriali.

Nonostante ciò, o forse proprio per questo motivo, l'impossibilità di standardizzare la *securitization* può rappresentare un'opportunità per individuare e costruire nuove strutture che siano sempre più utili a tale scopo.

Le *collateralised obligations* (CO)

Nella loro pluriennale esperienza sui mercati finanziari, le ABS si sono evolute allo scopo di migliorare il rapporto rischio/rendimento sia per gli emittenti sia per i prenditori di titoli.

L'emissione di *collateralised obligations* (CO) ha tentato di rispondere a questa esigenza separando il rendimento e la struttura delle scadenze delle ABS emesse dalle caratteristiche delle attività sottostanti attraverso la trasformazione del rischio di portafoglio sottostante.

Più specificatamente si parla di *collateralised mortgage obligations* (CMO) e *collateralised debt obligations* (CDO).

In particolare, vista l'esperienza nazionale e internazionale in tema di finanziamento delle imprese di piccole e medie dimensioni, si ritiene opportuno concentrare l'analisi sulle CDO.

È chiamata CDO qualsiasi cartolarizzazione nella quale il portafoglio sottostante è composto da titoli obbligazionari (*collateralised bond obligation* – CBO) o da prestiti (*collateralised loan obligation* – CLO) o eventualmente un mix di titoli e prestiti. Assieme alle *collateralised mortgage obligations* (CMO), i CDO sono le categorie di ABS che si stanno sviluppando maggiormente in Europa. Mentre però le prime sono operazioni molto standardizzate e facili da confrontare, di contro è più difficile l'analisi dei CDO, in quanto vi sono moltitudini di strutture, tipi di sottostanti e regole di gestione.

La maggior parte degli attivi dei CDO provengono dal sistema bancario: portafogli di obbligazioni o di prestiti commerciali i cui debitori sono le imprese. La CDO pertanto non è un'operazione posta in essere dall'impresa, ma è spesso mediata da un istituto di credito.

Di consueto, l'impresa *originator* cede un portafoglio omogeneo di prestiti e/o titoli a uno SPV, rifinanziati dall'emissione di titoli da collocare presso gli investitori.

Se l'operazione prevede un periodo di reinvestimento, l'aggiunta di nuovi prestiti nel *pool* deve essere in linea con la qualità globale del portafoglio.

Le *collateralised debt obligations* (CDO) distrettuali: l'esperienza italiana nella struttura delle operazioni

Negli ultimi tempi, vista la domanda di servizi finanziari innovativi per lo sviluppo e/o il rilancio dei distretti industriali, si è affermata sempre con maggiore forza l'esigenza di strutturare operazioni che potessero, da un lato, consentire il reperimento di risorse finanziarie al di fuori dei canali di finanziamento "tradizionali", dall'altro, migliorare gli indicatori in vista dell'applicazione dell'accordo sul capitale noto come Basilea 2.

Le caratteristiche strutturali delle CDO hanno reso abbastanza agevole la progettazione, l'esecuzione e l'implementazione di operazioni finanziarie su finanziamenti emessi a favore di piccole e medie imprese da istituzioni creditizie.

Nel 2002 e nel 2003 il gruppo Unicredito ha realizzato sul mercato italiano le prime operazioni di cartolarizzazione "distrettuale": attraverso la cartolarizzazione, la banca ha finanziato direttamente sul mercato un portafoglio di prestiti accordati ai propri clienti. La forma tecnica scelta è stata

quella della CLO *securitization*.

I due veicoli emittenti CLO, aventi come *collateral* prestiti concessi a piccole e medie imprese, sono stati denominati "PMI 1 *finance*" e "PMI 2 *finance*".

La prima transazione, "PMI 1 *finance*", ha utilizzato un portafoglio di prestiti effettuati dalla banca a imprese operanti nel Nord-est.

La seconda transazione, "PMI 2 *finance*", è, invece, un'operazione fondata su prestiti effettuati a imprese di quattro regioni (Lombardia, ma solo per i territori confinanti con il Piemonte, Liguria, Piemonte e Valle d'Aosta).

Sinteticamente possiamo rappresentare le caratteristiche delle due operazioni nella *tabella 1*.

LSPV dell'operazione "PMI 1 *finance*" ha emesso titoli CLO che sono stati collocati sul mercato nel mese di aprile 2004. Il mercato ha dimostrato di apprezzare l'emissione, poiché le richieste di sottoscrizione dei titoli sono state notevolmente superiori all'offerta.

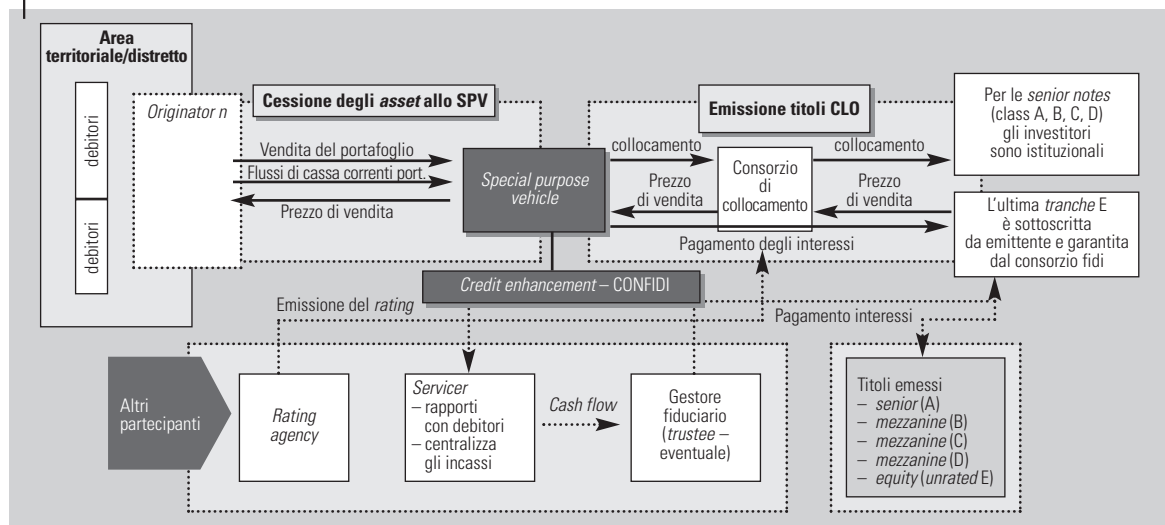
Analizziamo nel dettaglio il funzionamento dell'operazione di cartolarizzazione denominata "PMI 2 *finance*". L'*originator* dell'operazione è la controllata di Unicredito Italiano, Unicredito Banca d'Impresa. L'obiettivo strategico di questa operazione per l'istituto di credito è quello, da un lato, di ridurre il livello di rischio delle imprese finanziate promuovendo un programma di finanziamento a medio e lungo termine con effetti positivi sulla struttura finanziaria e, dall'altro, di proporsi qua-

Tabella 1 – CARATTERISTICHE DELLE CLO DISTRETTUALI PMI 1 E PMI 2 *FINANCE*

Descrizione	PMI 2 <i>finance</i>	PMI 1 <i>finance</i>
Ammontare dell'operazione	307 mln euro	231 mln euro
Numero di imprese finanziate	737	471
Massimo importo erogato	1.500.000 euro	2.000.000 euro
Minimo importo erogato	100.000 euro	75.000 euro
Importo medio erogato	416.968 euro	492.202 euro
Vita media dei finanziamenti	2,7 anni	2,9 anni
<i>Spread</i> minimo su Euribor	0,8%	0,60%
<i>Spread</i> massimo su Euribor	1,75%	2,50%
<i>Spread</i> medio su Euribor	1,52%	1,53%
Area geografica	Nord-ovest	Nord-est
Garanzia diretta	Nessuna	Nessuna
Garanzia supplementare	Confidi	Confidi

Fonte: Pre-sale report Moody's.

Figura 1 – **STRUTTURA TEORICA DELL'OPERAZIONE DI CARTOLARIZZAZIONE DISTRETTUALE TRAMITE CDO**



le primo intermediario domestico in grado di operare direttamente con il mercato internazionale dei capitali per consentire alle imprese di diversificare le proprie fonti di finanziamento.

Il portafoglio posto a base dell'operazione consiste in prestiti a 737 imprese di piccole e medie dimensioni (il fatturato medio è pari a 8,5 milioni di euro) erogati a fronte di un programma di investimenti dell'impresa tra novembre 2003 e marzo 2004 per un ammontare complessivo di circa 307 milioni di euro. L'importo dei finanziamenti erogati è molto articolato: il valore minimo è di euro 100.000 e quello massimo è pari a euro 1.500.000.

Unicredit ha venduto i propri crediti a uno SPV ("PMI 2 finance Srl") costituito ai sensi della legge 130/1999, che ha emesso per approvvigionarsi sul mercato dei capitali delle notes di varie classi con rating (classi A, B, C, D) e senza rating (classe E - equity). Le notes corrisponderanno agli investitori interessi su base trimestrale e inizieranno a corrispondere il rimborso del capitale a partire da 18 mesi successivi all'emissione.

La struttura dell'operazione è rappresentabile come nella figura 1.

Analizziamo ora gli aspetti tecnici tipici di questa operazione che, pur essendo stata definita distrettuale dai promotori, non è riservata unicamente a imprese del distretto in senso stretto, ma è stata ampliata anche a imprese non distrettuali, ma con

sede nell'area territoriale indicata in precedenza.

I settori interessati da questa operazione sono indicati in tabella 2.

Tabella 2 – **INDUSTRY DISTRIBUTION DEL PORTAFOGLIO DI CREDITI CARTOLARIZZATI DA UNICREDITO BANCA D'IMPRESA**

Industry distribution	Current Portion of the Portfolio (%)
Metals & Mining	11.65
Food, Beverages & Tobacco	11.51
Building & Materials	11.19
Industrial/Manufacturing	11.16
Automobiles	10.81
Consumer Products	5.85
Chemicals	5.03
Business Services	4.23
Paper & Forest Products	3.92
Energy	3.89
Textiles & Furniture	3.68
Health Care & Pharmaceuticals	3.11
Computer & Electronics	3.00
Transportation	2.81
Supermarkets & Drugstores	2.54
Broadcasting/Media/Cable	1.38
Retail (General)	1.35
Real Estate	0.98
Gaming, Leisure & Entertainment	0.60
Packaging & Containers	0.49
Other industries	0.85
Total	100.00

Fonte: Pre-sale report Moody's.

L'originator di questa operazione, come innanzi accennato, è Unicredito BI. La capogruppo è la più grande banca italiana, è dotata di *rating* Moody's (Aa2/P-1) e Fitch IBCA (AA-/F1+) molto elevati. Il processo di formazione del portafoglio da cartolarizzare è molto interessante ai fini del presente lavoro. Al fine di conseguire benefici effetti in termini di costo nel collocamento dei titoli, Unicredito ha proceduto a una valutazione della meritevolezza creditizia del cliente fondata sul proprio sistema interno di *rating* raccogliendo una serie di informazioni quali:

- struttura proprietaria dell'impresa;
- valutazione quali-quantitativa del merito di credito fondata sui bilanci e le informazioni pubblicamente disponibili;
- *track record* dei rapporti con la banca o altre banche (Centrale rischi, se il cliente è già cliente di Unicredito o del Confidi);
- valutazione dell'impatto dell'indebitamento a medio termine sulla struttura finanziaria dell'impresa e sulla sua capacità di assicurare il servizio del debito contratto.

La conclusione dell'intero processo è l'assegnazione di un *rating* specifico. Soltanto le classi meno rischiose di imprese sono state considerate nella fase di successiva erogazione. Il merito di credito ha influito sul costo del finanziamento erogato dalla banca.

A tale proposito pare opportuno soffermarsi brevemente sul fatto che Moody's ha sottolineato la rilevanza della manifestazione anticipata dell'intenzione di Unicredito di erogare finanziamenti che sarebbero successivamente confluiti in un portafoglio da cartolarizzare. Tale impostazione ha influito immediatamente anche sul costo applicato da Unicredito ai finanziamenti erogati per renderli più convenienti per le imprese.

Il portafoglio dei crediti posti in cartolarizzazione presenta le seguenti caratteristiche:

- comprende prestiti erogati a imprese dotate di *rating* interno di Unicredito non assistiti da garanzia reale, ma da garanzia sussidiaria prestata dal Confidi nella fase di erogazione del prestito;
- riguarda prestiti concessi dalla banca a favore di un programma di investimenti dell'impresa;
- è statico, cioè non consente la sostituzione o il pagamento anticipato dei prestiti.

Il profilo dei *cash flow* del portafoglio coincide esat-

tamente con quello dell'emissione di *notes* successive. Tutti i soggetti che hanno contratto il finanziamento presso Unicredito sono imprese di piccole e medie dimensioni non dotate di un *rating* pubblico. Al fine di definire il profilo di rischio complessivo del portafoglio, Moody's ha provveduto ad assegnare un *rating* a ogni impresa che è entrata nell'operazione stimando un *rating* medio ponderato pari a Ba2.

La composizione del portafoglio in termini di *rating* è riportata in *tabella 3*.

Tabella 3 – **RATING DEL PORTAFOGLIO**

Rating	% del portafoglio
Baa2	35,10
Baa3	10,95
Ba1	17,16
Ba2	20,96
Ba3	11,61
B1	3,22
B2	0,75
B3	0,16
Caa1	0,08
Medio ponderato	Ba2

Fonte: Moody's.

Anche Fitch IBCA ha assegnato un *rating* medio ponderato analogo pari a BBB-.

L'intero collocamento consente di trasferire al mercato finanziamenti per 307 milioni di euro complessivi attraverso l'emissione di *notes* assistite da *rating* e suddivise in classi come indicato in *tabella 4*.

Da una rapida lettura della tabella si evince che, oltre a costituire un canale di accesso indiretto al mercato dei capitali per le imprese di piccola e media dimensione, l'operazione ha anche trasformato completamente il profilo di rischio del portafoglio sottostante. I meccanismi di *credit enhancement* attivati infatti (prevalentemente il *tranching*) hanno consentito di trasformare un *rating* medio dei prenditori dei finanziamenti pari a Ba2 (BBB- secondo la classificazione Fitch) in un *rating* prevalente dell'emissione pari ad Aaa (AAA- secondo la classificazione Fitch). La conseguenza di tutto ciò è un agevole collocamento dei titoli, ma

Tabella 4 – **RATING E TRANCHING DELL'EMISSIONE**

<i>Tranche</i>	<i>Rating delle tranche (Moody's)</i>	<i>Rating delle tranche (Fitch IBCA)</i>	<i>Ammontare dell'emissione</i>	<i>% del totale emissione</i>	<i>Scadenza titoli</i>
A	Aaa	AAA	271 mln euro	88,2	2013
B	Aa2	AA	7 mln euro	2,3	2013
C	Baa2	BBB	11,4 mln euro	3,7	2015
D	Ba3	BB	6,2 mln euro	2,0	2015
E	<i>Unrated</i>	<i>Unrated</i>	11,7 mln euro	3,8	NA
Totale			307 mln		

Fonte: Moody's.

anche la dimostrazione che il mercato dei capitali “gradisce” i titoli emessi su debiti di piccole e medie imprese e tale gradimento si traduce in un minore costo della raccolta per i finanziatori stessi. Nel medio periodo quindi tale situazione potrebbe trasformarsi in un'ulteriore riduzione del costo del denaro erogato alle imprese. È importante sottolineare che, ai fini del *tranching*, è stato di notevole rilevanza il ruolo svolto dal Confidi quale soggetto garante *pre e post securitization*. Il Confidi, infatti, nella fase iniziale ha prestato la propria garanzia ai finanziamenti erogati alle imprese contribuendo a ridurre il costo, ma ha anche svolto un'importante funzione di collettore delle informazioni relative alle imprese non clienti di Unicredito. Tale attività ha consentito alla banca una corretta valutazione del merito di credito dell'impresa nel proprio sistema di *rating* interno che ha influito direttamente sul *rating* dell'emissione e sulla rischiosità del portafoglio posto come *collateral*.

Nella fase di collocamento il ruolo del Confidi è stato molto importante per garantire un corretto e opportuno *tranching*. Le *notes* emesse in classe E infatti sono sottoscritte da Unicredito, ma sono assistite da garanzie del Confidi. Ciò ha consentito di rendere più attraenti anche le altre classi, perché il rischio di *default* associato al portafoglio, con la sot-

toscrizione da parte della banca e la garanzia supplementare del Confidi, è rimasto in capo all'*originator* e quindi non è stato collocato sul mercato.

Altri aspetti tipici dell'appartenenza al distretto sono stati messi in evidenza e positivamente valutati dalle agenzie di *rating* nel Pre-sale report di accompagnamento al collocamento. Più precisamente:

- la *local expertise* di Unicredito e degli operatori territoriali;
- la presenza di piccole e medie imprese che si riflette sulla notevole frammentazione del portafoglio e su un taglio medio dei finanziamenti contenuti;
- il basso livello di insolvenza nel *track record* delle imprese coinvolte nell'operazione (anche grazie alla preselezione interna con il Confidi).

In conclusione, lo sviluppo di operazioni di cartolarizzazione distrettuale potrebbe favorire la ripresa dei distretti industriali e di aree territoriali attraverso l'accesso a un mercato dei capitali diverso, più ampio e competitivo, di quello tradizionale bancario. Per fare ciò è necessario rafforzare le istituzioni territoriali e distrettuali al fine di agevolare la creazione di soggetti intermedi che possano facilitare il rapporto tra le imprese, da un lato, e le istituzioni finanziarie e del mercato, dall'altro.