

RISORSE PER LE IMPRESE

La disponibilità della Bce sul Qe e i mini-bond delle Pmi

di **Marcello Minenna**

Il Governo è di nuovo nel mirino della burocrazia europea per via dei conti pubblici. Il basso tasso di crescita del Pil e gli alti tassi di interesse reali come ricordava qualche giorno fa Luigi Zingales rendono difficilmente sostenibile il debito pubblico. Come attendersi quindi quelle indispensabili misure strutturali di sostegno alle imprese per il rilancio dell'economia reale?

Una chance è offerta dalla recente disponibilità della Bce ad un Quantitative easing (Qe) cioè ad acquistare titoli di debito privati ad elevato rating. Questa misura sicuramente contribuirà ad alleggerire i bilanci delle banche da crediti in bonis che la Bce si impegnerebbe a rilevare, anche come garanzia a fronte di finanziamenti, sotto forma di titoli nei quali i crediti vengono reimpacchettati (cioè titoli del tipo Asset Backed Securities o Abs che cartolarizzano crediti).

Detta così è evidente che questo strumento rischia di non funzionare al meglio per le banche italiane che se confrontate con le banche tedesche presentano relativamente più sofferenze che crediti in bonis.

Il rischio che il Qe in Italia non arrivi all'economia reale è quindi concreto. Come se l'esperienza dei prestiti agevolati (gli Ltro) che la Bce ha erogato alle nostre banche all'apice della crisi non fosse ancora fresca nella memoria: dei 270 miliardi di euro di Ltro erogati, 220 sono stati utilizzati per acquistare titoli di Stato e 50 per ripagare i debiti assunti verso le banche europee, principalmente tedesche; il grande assente: il finanziamento alle imprese.

Con un po' di finanza strutturata "sana" si può evitare di ripetere l'errore per il Qe.

Banche, assicurazioni e fondi comuni/previdenziali hanno investito quote rilevanti dei loro attivi in titoli di stato italiani. Ipotizziamo di poter "gestire" una ventina di miliardi di tali investimenti, cifra più che ragionevole se si pensa che solo i fondi pensione negoziali ne hanno 15 investiti in titoli di Stato. Oggi i titoli di Stato non sono risk-free; ad esempio investire in un Btp a 5 anni sottende per gli operatori una probabilità del 10% di perdere più o meno metà del capitale investi-

to. Questa maggiore rischiosità determina paradossalmente un'opportunità in quanto allarga il novero degli investimenti ammissibili, dato che per un investitore diviene sostanzialmente indifferente scegliere un BTP o un prodotto strutturato che ha le stesse probabilità di perdita.

Anche le piccole e medie imprese (Pmi) non sono risk-free quando emettono obbligazioni cioè i mini-bond. Nella nostra ipotesi di lavoro con 20 miliardi di euro da gestire è plausibile che almeno 4 mila Pmi emetterebbero mini-bond per tagli fino a 5 milioni di euro. I mini-bond dovrebbero presentare durate compatibili con quella dei titoli di Stato attualmente già presenti nei portafogli degli investitori istituzionali; verrebbero quindi opportunamente selezionati e compattati in portafogli diventando patrimoni di società-veicolo (Spv) che ne finanzierebbero l'acquisto attraverso l'emissione di titoli (Abs) divisi per classi di rischio (tranche di Abs). Le tranche di Abs con le classi di rischio compatibili con quella dei titoli di Stato verrebbero acquistate dagli investitori istituzionali in luogo di questi ultimi. Gli incentivi per il sistema finanziario a partecipare a questa sostituzione di attivi scaturirebbero anche dalla possibilità che parte di questi mini-bond sostituirebbe precedenti finanziamenti diretti o indiretti forniti alle Pmi e dal fatto che gli Abs avrebbero i requisiti per partecipare al Qe della Bce generando quindi ulteriori margini da intermediazione.

La strutturazione, il collocamento di questi titoli e la sostituzione dei titoli di Stato dovrebbero avvenire attraverso un'operatività bancaria di matrice pubblica per fornire i supporti di garanzia del caso, non interferire con il mercato secondario dei titoli di Stato e sollevare gli investitori istituzionali dall'onere della misurazione dei rischi delle singole Pmi.

Un recente report di Fitchratings mostra come simili forme di cartolarizzazione hanno prodotto in Europa bassi tassi di perdita, in Italia inferiori all'1%.

Se 20 miliardi di euro aiutano 4000 imprese, per l'Italia accedere al Qe con questa ingegneria finanziaria per 100-200 miliardi rappresenterebbe una svolta strutturale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

