

INTERVENTO

Acquisti di Abs dalla Bce, un'opportunità per le Pmi

di **Franco Bassanini**
ed **Edoardo Reviglio**

Nell'ambito delle misure del c.d. Quantitative Easing (QE) la Bce ha avviato in questi giorni il programma di acquisti di covered bond e, parallelamente, ha confermato che seguiranno a breve anche quelli di Abs (Asset Backed Securities). Gli Abs, come noto, sono titoli che hanno come sottostante prestiti del sistema creditizio. L'idea è quella di creare nuovo spazio nei bilanci delle banche cosicché possano tornare a offrire credito alle imprese. La Bce ha posto condizioni di trasparenza, semplicità e qualità degli schemi di cartolarizzazione e del grado di rischio dei prestiti da cartolarizzare. A tali condizioni la Banca centrale sarebbe disposta a comprare le tranche Senior e quelle Mezzanine, a patto che abbiano una garanzia di entità sovranazionali o nazionali. In attesa di avere maggiori dettagli sulle «regole di ingaggio» della BCE, alcune questioni sono all'attenzione degli esperti.

Innanzitutto, i vari Paesi dell'Eurozona presentano una rischiosità eterogenea che è espressa dallo spread sui titoli governativi. Si spazia dalla «singola B» della Grecia alla «tripla A» della Germania. Quindi, se per «nazionale» si intende garanzia governativa, essa produrrà sulla tranche Mezzanine effetti differenziati nell'Eurozona: nella migliore delle ipotesi potrà allineare la maggiore rischiosità del portafoglio crediti che la banca ha cartolarizzato tramite l'Abs al rating del Paese membro che provvede alla garanzia. Si avranno pertanto potenzialmente tranche Mezzanine al più con rating «singola B» nel ca-

so della Grecia, «tripla B» per l'Italia e «tripla A» per la Germania: nei primi due casi non si raggiungerà quindi l'alta qualità.

C'è consenso tra gli operatori, e ora anche tra i regolatori, sulla necessità di ri-modulare i ratio di CRR/CRDIV per creare «condizioni di neutralità» tali da determinare una parificazione negli assorbimenti di capitale tra un prestito e la corrispondente tranche di ABS - c.d. «skin in the game». Ri-calibrazioni sono necessarie anche per Solvency II per favorire l'acquisto di Abs da parte delle assicurazioni. In realtà, un trattamento agevolato delle cartolarizzazioni nell'ambito degli atti delegati è stato emanato la settimana scorsa, anche se non siamo ancora all'approccio orizzontale, *across sectors*, che dovrebbe essere introdotto per le cartolarizzazioni di «alta qualità».

Infine, in attesa di maggiori dettagli sui criteri stabiliti dalla Bce e dai Governi, si può pensare uno schema al momento più conservativo e di più facile realizzazione: acquisto da parte della Bce della sola tranche Senior, in modo da superare anche le resistenze dei Paesi più scettici verso questa misura, come la Germania e tranche Mezzanine dotata di una garanzia governativa appositamente strutturata per assorbire parte dei rischi dei prestiti sottostanti. In questo modo la banca potrà beneficiare della sottoscrizione di una tranche Junior sensibilmente ridotta per dimensione, ma concentrata per intensità di rischio. La tranche Mezzanine garantita, una volta neutralizzati i rischi di mercato con presidi a favore della liquidità dei titoli, avrebbe una struttura di rischio che replica i titoli di Stato anche per redditività, e

potrebbe venire interamente sottoscritta da investitori istituzionali che la sostituirebbero con una parte dei titoli di Stato in portafoglio. Gli investitori istituzionali italiani, ad esempio, detengono quasi metà del debito pubblico e quindi hanno in portafoglio sostanzialmente attività con rating «tripla B» cioè non risk-free; ad esempio investire in un BTP a 5 anni sottende teoricamente per gli operatori una probabilità di circa il 7% di perdere più o meno metà del capitale investito. Questa maggiore rischiosità determina per il sistema finanziario italiano anche 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 e condizioni di liquidità. L'immissione sul mercato dei titoli di Stato che ne deriverebbe sarebbe pertanto compatibile con le capacità di assorbimento del mercato stanti i livelli di bid-to-cover delle aste del debito pubblico osservate negli ultimi due anni.

Si potrebbero anche vincolare le banche - tenuto conto del trasferimento di rischi connessi a crediti di qualità anche bassa - a dedicare almeno il 50-70% dei fondi ottenuti dalle cartolarizzazioni a nuovi prestiti alle imprese. Questo schema, ipotizzato da un gruppo di studio di Astrid (con la partecipazione di R. Maserà, E. Reviglio, F. Bassanini, G. del Bufalo, M. Minenna e G. Zadra), potrebbe generare circa 50 miliardi di euro annui nell'ambito di un programma di acquisti di Abs da parte della Bce in un biennio per un ammontare massimo pari a 500 miliardi di euro.