

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2020

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Le implicazioni del Decreto Legge 8 aprile 2020, n. 23, sullo *shadow banking system*

SOMMARIO: 1. Eventi inattesi, rischi ed incertezze. – 2. Prospettive di intervento. – 3. Le interazioni tra l'emergenza sanitaria ed i fattori di rischio dello «*shadow banking system*». – 4. Profili regolamentari e politiche di contenimento dei rischi. – 5. L'intervento italiano tra liquidità e rischi.

1. Eventi inattesi, rischi ed incertezze

Lo Stato e l'industria finanziaria sono impegnati a fronteggiare una situazione emergenziale tanto inattesa quanto imponderabile negli esiti¹, in un contesto in cui appaiono evidenti le tensioni esistenti tra l'operatività degli intermediari vigilati e lo «*shadow banking system*», ove le operazioni non soggiacciono ai limiti della regolazione prudenziale, né accedono alle facilitazioni monetarie delle banche centrali (cd. «*non-bank financial intermediation*»)².

Va da sé che gli eventi epidemiologici, nel segnare un mutamento di scenario, possono mettere in crisi i modelli previsionali maggiormente diffusi nel mercato e, talora, travalicare i presidi regolamentari apposti per assicurare la stabilità dei prezzi e la tutela del risparmio: finalità

¹ Cfr. K. GEORGIEVA, *Managing Director's Speaking Points at 2020 Spring Meetings IMFC Plenary. Opening Remarks*, International Monetary Fund, 16 aprile 2020; WORLD BANK, *Decisive Action in an Unprecedented Crisis*, 17 aprile 2020; FINANCIAL STABILITY BOARD, *FSB coordinates financial sector work to buttress the economy in response to COVID19*, 20 March 2020; G20 SAUDI ARABIA 2020, *G20 Leaders' Statement. Extraordinary G20 Leaders' Summit Statement on COVID-19*, 27 marzo 2020

Si veda altresì: E. DUFLO - A. BANERJEE, *A prescription for action: Nine steps after the next 21 days*, in *The Indian Express*, 29 Marzo 2020; P. ROMER, *Simulating Covid-19: Part 2*, in www.paulromer.net, 24 marzo 2020; S. MULLAINATHAN – R.H. THALER, *To Fight the Coronavirus, Cut the Red Tape*, nytimes.com, 24 marzo 2020; J. STIGLITZ: *Coronavirus outbreak is a 'different kind of crisis*, www.cnbc.com, 17 marzo 2020.

² Laddove i secondi sono assistiti da obblighi di trasparenza e correttezza che non hanno riguardo ai livelli di rischio che caratterizzano il sottostante scambio di capitali e promesse, cfr. V. LEMMA, *The Shadow Banking System*, London, 2016, 130 ss.

proprie dell'intervento pubblico nel settore che ci occupa. Ne consegue il pericolo di un detrimento delle condizioni micro e macro-economiche, le quali potrebbero ulteriormente aggravarsi in conseguenza di un intervento pubblico che rechi reazioni inefficienti (nel rapporto costi benefici) o inefficaci (rispetto al conseguimento degli obiettivi di utilità sociale cui si informano le moderne democrazie). Non va sottaciuto, in tale contesto, il timore che talune forme di intervento (assistenziale) possano rivelarsi idonee a traslare i rischi (dal mercato finanziario allo Stato) e, quindi, a produrre effetti pro-ciclici e sistemici (che portino ad una crisi più severa di quella fronteggiata nei primi anni duemila)³.

Da qui, l'esigenza di un approfondimento in ordine all'utilità di presidi regolamentari che consentano regolarità di effetti alle misure adottate in materia di accesso al credito, in quanto è essenziale che le risorse messe a disposizione dallo Stato siano impiegate per far fronte ai significativi impatti economici derivanti dall'emergenza sanitaria.

Alla luce di quanto precede, necessita individuare un punto di osservazione dal quale si colgono i rischi di un intervento pubblico incentrato su forme operative che – per quanto inizialmente poste in favore di banche che effettuino finanziamenti alle imprese sotto qualsiasi forma – possano indurre ad un *roll-over* delle fonti di finanziamento da parte delle imprese. Ed invero, le imprese potrebbero utilizzare i finanziamenti ricevuti per concludere anticipatamente le operazioni di mercato da esse attivate, con l'ovvio effetto di evitare la manifestazione dei rischi che erano stati assunti dai debitori preesistenti attraverso operazioni di mercato. In tal modo, tuttavia, il rischio non si mitiga, ma viene trasferito dal mercato ai bilanci bancari e, ove sussistano garanzie offerte da quest'ultimo, a quello dello Stato. Donde, la preoccupazione che il decreto legge 8 aprile 2020, n. 23 – recante 'Misure urgenti in materia di accesso al credito' – non conferisca all'economia reale l'abbrivio sperato⁴.

³ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in www.apertacontrada.it, 31 marzo 2020, e R. MASERA, *Il debito non è una colpa, ma ...*, in www.apertacontrada.it, 7 aprile 2020

⁴ In altri termini, si avverte l'esigenza di individuare quali presidi debbano esser adottati prima che le misure testé indicate - nell'affiancare azioni economiche e monetarie - defluiscano verso il mercato finanziario, invece di esser impiegate a supporto dell'economia reale. Utile aver riguardo all'onere di gestire due aree di

2. Prospettive di intervento

In tale premessa appare utile richiamare le analisi che, in passato, hanno consentito di identificare «systemic and inter-connected vulnerabilities» tra l'industria bancaria e quella finanziaria, per tali intendendosi l'esposizione ai «correlated horizontal shocks» (e, quindi, all'incidenza del rischio macrosistemico riveniente dalle reciproche capacità di contagio)⁵. Vengono, quindi, in considerazione i meccanismi di trasmissione dei rischi che, in un primo momento, si originano nello «shadow banking system» (e cioè in assenza di ogni riferibilità ai presidi prudenziali) e, successivamente, sono in grado di circolare nel mercato ed esser assunti dagli enti creditizi (in modalità variegate).

È evidente come non siano ancora disponibili soluzioni tecnologiche che consentano di tracciare e analizzare gli scambi di questa tipologia; ne è conferma il fatto che neanche l'affermazione del *fintech* è sinora riuscita a mitigare la relazione esistente tra «Uncertainty - Risk - Profit», in presenza di criticità non misurabili ed eventi negativi prevedibili o quantificabili (le cd. *expected losses*). Donde, la conferma del pericolo che i rischi si amplifichino in ragione di insufficienti livelli

rischio, tra loro connesse: l'una coincidente con l'instabilità patrimoniale degli intermediari non bancari (ed associata alla qualità degli attivi da essi detenuti); l'altra relativa alla incoerenza delle «shadow banking operations» (e, quindi, all'insostenibile utilizzo della leva finanziaria e delle pratiche di trasformazione del merito creditizio). Utile citare, al riguardo, la Raccomandazione della Banca d'Italia del 10 aprile 2020, Raccomandazione della Banca d'Italia su tematiche afferenti alle misure di sostegno economico predisposte dal Governo per l'emergenza Covid-19» e la Comunicazione della UIF del 16 aprile 2020, «Prevenzione di fenomeni di criminalità finanziaria connessi con l'emergenza da Covid-19», ove si ravvisa una *raccomandazione* incentrata sugli obblighi di adeguata verifica della clientela e sull'insussistenza di abusi penalmente rilevanti; raccomandazione che fa riferimento anche alla destinazione dei flussi finanziari al soddisfacimento delle necessità aziendali connesse «ai costi di funzionamento o a realizzare verificabili piani di ristrutturazione industriale e produttiva», donde una forma di responsabilizzazione degli intermediari che potrebbe sui livelli di rischi operativi di questi ultimi.

⁵ Trattasi di fattispecie prese in considerazione dall'ordinamento bancario nell'ambito della vigilanza prudenziale, fermo restando che non si è addivenuti all'integrale supervisione della circolazione dei capitali, per cui le «aree di azzardo» identificabili nello «shadow banking system» possono dirsi sostanzialmente rimesse all'autonomia privata e, quindi, alla propensione al rischio dei singoli operatori.

di trasparenza o di altri impedimenti che pregiudichino gli equilibri concorrenziali necessari ad assicurare la massimizzazione del benessere sociale⁶.

Numerose analisi suggeriscono che l'emergenza che ci occupa stia minando – in modalità variegata – l'andamento finanziario (e, quindi, l'equilibrio dei *cash flows*), il risultato economico (che non potrà esser in linea con le previsioni formulate negli anni scorsi) e, in definitiva, la situazione patrimoniale di imprese, famiglie e intermediari. Non v'è dubbio che tali analisi prendano a riferimento il patrimonio di questi ultimi, quale momento d'analisi per una valutazione della stabilità dei rapporti che soggiacciono alla circolazione dei capitali da soggetti in *surplus* ad altri in *deficit*, nonché per la verifica della «sana e prudente gestione» delle operazioni in parola. Tuttavia, gli approfondimenti giuridici di cui si avverte l'esigenza dovranno prendere in esame l'incidenza dell'emergenza sanitaria sui fattori di rischio; ciò, nel riferimento a due punti focali: il primo dedicato ai soggetti (destinatari delle misure urgenti), il secondo alle attività (che tali misure dovrebbero sostenere)⁷.

Va da sé che il naturale approdo di un'indagine di questo tipo dovrà raccordarsi agli studi che hanno ritenuto necessaria una forma di intervento pubblico che riesca a fronteggiare i rischi diffusi sul mercato finanziario. In presenza di una prospettiva siffatta, appare evidente come occorra individuare specifiche modalità di supervisione delle somme destinate ad imprese che siano già esposte verso il mercato, al fine di evitare che le attuali nuove tecniche di intermediazione dei capitali possano pregiudicare l'efficacia gli interventi urgenti contenuti nel citato d. l. n. 23/2020. Si tratta, dunque, di ampliare l'ambito di azione oltre il controllo dei *primi* effetti dell'applicazione di modelli più diffusi, (che fanno riferimento, per un verso, alle operazioni

⁶ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale. Il caso "Italia". Considerazioni introduttive (La finanza post-crisi: forme operative e meccanismo di controllo)*, in *Contr. Impr.*, 2017, 75 ss.

⁷ Vengono, dunque, in considerazione i rischi derivanti da errori nella gestione o nel controllo della finanza aziendale, nonché gli effetti negativi dell'emergenza (quale evento esterno all'organizzazione dell'impresa).

«Originated-to-Distribute» e, per altro, alla sequela di scambi che dà contenuto allo «shadow credit intermediation process»⁸.

Alla luce delle prime valutazioni, può dirsi che il Governo si è mosso in una direzione espansiva, promuovendo l'attivazione di nuove operazioni di credito assistite da 'garanzie speciali' volte a superare le costrizioni previste dalla vigilanza prudenziale⁹. A ben considerare, le direttrici di intervento avrebbero potuto includere anche misure complementari (al predetto intervento assistenziale), le quali avrebbero potuto aver riguardo all'effettivo assetto finanziario delle imprese; assetto che solitamente è ampiamente supportato da fonti attinte a titolo di debito fondate su piani di ammortamento commisurati alla loro ordinaria capacità economica. In tale contesto, è quindi possibile valutare l'opportunità di un ampliamento delle misure emergenziali in modo tale da consentire alle imprese di rimodulare le dinamiche del proprio fabbisogno di capitali. Ci si riferisce, in particolare, all'introduzione di regole che agevolino la sostituzione delle fonti di finanziamento di matrice bancaria – al presente caratterizzate da clausole di *accelerazione* che salvaguardano il credito e non anche la capacità produttiva¹⁰ – con altre fonti attinte direttamente sul mercato,

⁸ Viene, dunque, in evidenza il pericolo che gli inadempimenti di questi giorni diano corso alla manifestazione dei rischi di insolvenza oggetto di *wharehousing* o *pooling*, con la conseguenza che una serie di default possano penalizzare più catene di operazioni. Si individuano, in tal modo, direttrici piramidali di incidenza negativa, in un mercato ove ogni fase del ciclo amplifica i rischi (di erronea valutazione degli attivi) connessi alla confusione (in un solo patrimonio) di operazioni finanziarie aventi origine diversificata (di volta in volta riunite in un nuovo patrimonio). A ciò si aggiunga l'analogo effetto riveniente dalla dispersione (nei mercati) di ciascuna emissione (divisa tra più patrimoni, ciascuno facente capo ad una diversa entità soggettiva).

⁹ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il D.L. Liquidità. Una scommessa pericolosa per le banche*, in www.apertacontrada.it, 10 aprile 2020; S. CASSESE, *Il ritorno del Big Government, un modello che supera le frontiere*, in www.ilfoglio.it, 14 Aprile 2020; MOTTA – M. PEITZ, *Europa a rischio di un'epidemia di aiuti di stato*, in lavoce.info, 16 aprile 2020; E. GRAZZINI, *Prestito patriottico o emissione di titoli fiscali "quasi moneta"?*, in *MicroMega*, Aprile 2020; S. D'ACUNTO, *La politica fiscale in Italia ai tempi del Covid-19: dall'austerità espansiva al mega-moltiplicatore* in www.giustiziacivile.com, 23 marzo 2020

¹⁰ Utile ricordare che i finanziamenti prevedono delle apposite regole per la *acceleration* in base alle quali un creditore può esigere il pagamento del saldo; cfr. R. DI RAIMO, *Le discontinuità che seguono i grandi traumi: pensando al credito (e al debito), mentre la notte è ancora fonda*, in www.giustiziacivile.com, 9 aprile 2020

le quali non sono soggette alle regole di vigilanza prudenziale e alle usuali condizioni volte a garantire un privilegio nella distribuzione dei pagamenti.

3. Identificazione delle interazioni tra l'emergenza sanitaria ed i fattori di rischio dello «shadow banking system»

In questi giorni appare evidente come l'emergenza sanitaria sia destinata ad incidere sui rischi di controparte, si manifestino – questi ultimi – sotto forma di inadempimento (da parte dei soggetti cui sono stati concessi i finanziamenti iniziali) o di mancato collocamento (presso gli investitori finali degli strumenti finanziari emessi per raccogliere capitale destinati a finanziare l'economia reale)¹¹. Trattasi di rischi che preludono ad eventi di *default*, fermo il carattere bilaterale dei primi (legati al deterioramento del merito creditizio di una controparte) e quello multilaterale dei secondi (vincolati alla contrazione della domanda formulata dagli investitori). Ne consegue una realtà problematica, nella quale l'incremento dei livelli di rischio comporta uno specifico fabbisogno di capitale, al fine di evitare le crisi delle imprese che sono state arrestate per effetto dei provvedimenti emergenziali assunti a tutela della salute.

Pertanto, ai fini di una compiuta valutazione della questione, si dovrà procedere in una prospettiva dinamica, tale cioè da cogliere l'insufficienza degli ordinari criteri prudenziali rispetto all'obiettivo di tutelare la stabilità dei mercati e l'integrità del risparmio. Ciò, tenendo conto della correlazione – riscontrata in occasione della crisi dei mutui *subprime* – tra il *default* di operazioni speculative e l'avvio di turbolenze che funestino l'intero sistema economico-finanziario, anche in ragione degli elevati livelli di rischiosità del *leverage* e della *credit-transformation* che caratterizzano l'operatività in parola¹².

¹¹ Cfr. A. CELOTTO, *Discrezionalità, norme "imprecise" e fine dell'epidemia (perché è difficile decidere come e quando riaprire l'Italia)*, in www.giustiziacivile.com, 3 aprile 2020; F. FIMMANÒ, *Crisi di Impresa e resilienza nell'era del Coronavirus: il tempo dei concordati fallimentari del giorno dopo a garanzia pubblica*, in www.giustiziacivile.com, 26 marzo 2020;

¹² Cfr. N. IRTI, *Per una concezione normativa dell'autonomia privata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 555 ss.

Alla luce di tale premessa occorre valutare se le interazioni tra l'emergenza sanitaria ed i fattori di rischio dello «shadow banking system» rechino un effettivo impedimento al conseguimento degli obiettivi posti a fondamento delle misure urgenti destinate al sostegno dell'economia reale. Ed invero, appare possibile che le forme di intervento previste sinora, nel transitare per i circuiti bancari sotto forma di garanzie, possano risolversi in un mezzo utilizzabile per adempiere agli impegni assunti dalle imprese che si erano finanziate attraverso lo «shadow credit intermediation process»¹³.

Non v'è dubbio che una valutazione siffatta possa evidenziare significative criticità qualora si consideri la possibilità di un deflusso delle misure assistenziali verso i circuiti dello shadow banking; da qui, l'ulteriore rischio di alimentare effetti prociclici (a livello sia di amplificazione del merito creditizio, sia di incremento dei volumi) e, quindi, il pericolo che la trasformazione delle scadenze si realizzi attraverso operazioni di mercato esposte al cd. «roll over risk» (per cui, alla scadenza degli strumenti finanziari emessi, un veicolo potrebbe non ripetere l'operazione e, quindi, rifinanziare la fase dello «shadow credit intermediation process» di sua competenza)¹⁴. Ne deriva l'esigenza di introdurre, a fronte di tale pericolo, specifici presidi volti a contenere gli effetti di *minusvalenze* siffatte (e, quindi, ad impedire che le medesime provochino insufficienze – dei *cash flow* o del patrimonio – in grado di determinare l'insolvenza del veicolo).

Si perviene, per tal via, ad una prima conclusione in ordine ai rischi rivenienti dall'assenza – nel testo del decreto legge 8 aprile 2020, n. 23 – di impedimenti specifici all'utilizzo delle misure per *rifinanziare* gli investimenti che le imprese avevano attivato mediante ricorso allo shadow banking e, quindi, v'è la necessità di verificare quali presidi possano evitare comportamenti opportunistici o di *moral hazard*.

4. *Profili regolamentari e politiche di contenimento dei rischi*

Oltre alle predette incertezze, v'è anche l'esigenza di valutare le prospettive applicative delle misure urgenti in considerazione dei livelli

¹³ Cfr. G. ALPA, *La libertà di scelta del "tipo" contrattuale nella prassi di "common law". Note in margine a un dibattito*, in *Contr. Impr.*, 2018, 60 ss.

¹⁴ Cfr. V. IVASHINA – D. SCHARFSTEIN, *Bank Lending During the Financial Crisis of 2008* in *Journal of Financial Economics*, 319 ss.

di opacità che ancora oggi minano talune operazioni di intermediazione che si realizzano sul mercato, senza l'intervento di un ente creditizio. Rileva, al riguardo, la problematica riconducibilità delle garanzie previste dal d.l. n. 23/2020 al patrimonio dello Stato, cui andranno imputate le conseguenze negative rivenienti dal *default* di imprese che non hanno resistito alle difficoltà di questi tempi. A ben considerare, l'indagine si deve orientare anche verso la verifica della possibilità che, oltre alle regole in vigore, possa esser previsto un diverso schema di intervento pubblico che faccia leva su regole che incentivassero meccanismi di mercato alternativi alle operazioni bancarie, nei quali l'intermediazione si realizza attraverso una sequela di operazioni che perseguono effetti di *credit enhancement* e *maturity transformation*; ciò soprattutto mediante operazioni che si concretizzano in «longer-term credit extension based on short-term funding and leverage»¹⁵.

Orbene, avendo riguardo al decreto in esame, si ravvisa l'esigenza di verificare la *resilienza* dei presidi ivi previsti rispetto alla necessità di trattenere le risorse assistite dalla garanzia dello Stato all'interno dei circuiti dell'economia reale¹⁶. Ed invero, nel testo originario, il d.l. 23/2020 prevede che le misure temporanee per il sostegno alla liquidità delle imprese, nel sostanzarsi in una garanzia “a prima richiesta” che copre “nuovi finanziamenti concessi all'impresa successivamente all'entrata in vigore del ... decreto, per capitale, interessi ed oneri”, prevedano – tra l'altro – che il finanziamento coperto dalla garanzia dovesse essere destinato “a sostenere costi del personale, investimenti

¹⁵ Ed ancora, gli elevati gradi di autonomia privata riconosciuti agli organizzatori hanno consentito l'applicazione delle più recenti tecniche elaborate dall'ingegneria finanziaria, a livello di processo e di prodotto. Ne consegue il bisogno di analisi che non restino circoscritte all'identificazione dei rischi riferibili ai soggetti o alle attività da quest'ultimi esercitate, né procedano ad una mera verifica conseguente le attività di supporto prestate da banche, imprese finanziarie ed assicurazioni. Si dovrà, infatti, valutare anche se le fattispecie in esame concentrano fattori di criticità in ambiti residuali, tali cioè da poter esser misurati attraverso la valutazione del cd. «*tail risk*» (e, quindi, alla stregua di eventi estremi che non vengono adeguatamente misurati dal VaR). Di fondo, ovviamente, si individua la finalità di adottare presidi regolamentari specifici ed efficaci, in quanto il peso finanziario dell'emergenza sanitaria è andato ben oltre la misura dedicata alla copertura delle perdite inattese.

¹⁶ Oggetto di interesse non sono, quindi, le tipologie di eventi che, al loro manifestarsi, possono produrre effetti negativi per le economie dei soggetti che investono i propri capitali nello *shadow banking system*.

o capitale circolante impiegati in stabilimenti produttivi e attività imprenditoriali che siano localizzati in Italia” (art. 1, comma 2, d. l. 8 aprile 2020, n. 23). Ciò, in un contesto in cui, ad esito del rilascio del finanziamento in parola, l’ammontare complessivo delle esposizioni nei confronti del soggetto finanziato risulta (forse) *sostanzialmente* superiore all’ammontare di esposizioni detenute alla data di entrata in vigore del presente decreto. A ciò si aggiunga l’ulteriore considerazione secondo dato secondo cui l’efficacia dell’intervento pubblico (rispetto all’obiettivo di sostenere l’economia reale) non richiede la mera verifica di un’eventuale novazione (soggettiva o oggettiva) che realizzi il predetto incremento dell’esposizione, ma il controllo del soggetto finanziato e della destinazione dei finanziamenti garantiti dallo Stato¹⁷.

Nel rilevare la genericità del dato testuale, occorre metter in evidenza la commistione tra elementi reddituali (*i.e.* i costi del personale) e componenti patrimoniali (*i.e.* investimento, capitale circolante), cui la regolazione prudenziale ascrive – da sempre – una specifica ed autonoma considerazione. Trattasi, invero, di destinazioni cui sono comunemente orientate tutte le risorse attinte dall’impresa, risultando assente una limitazione che vieti l’impiego dei nuovi finanziamenti per ristrutturare la struttura debitoria dell’impresa e, quindi, lasciando aperta la possibilità che un’impresa accenda i nuovi finanziamenti per sostituire gli impegni precedentemente assunti ai predetti fini (*i.e.* costi del personale, investimenti o capitale circolante). A ciò si aggiunga Pertanto, è attuale il rischio che le «shadow banking operations» possano assorbire le risorse destinate dal Governo al sostegno dell’economia reale (per effetto di *covenant* contenuti in accordi previgenti). Tuttavia, nel contesto emergenziale che stiamo vivendo, appare ineludibile l’obiettivo di evitare *trasformazioni* in

¹⁷ Secondo Cass., 13 aprile 2016, n. 7321, la distinzione tra l’operazione di mero roll-over e quella di ristrutturazione del debito dipende dalla «preesistenza o meno del rischio di credito effettivamente assunto dalla banca. La quale banca, laddove eroghi effettivamente nuova liquidità al debitore, nel contesto di un’operazione non distorta e non preordinata ad estinguere semplicemente l’obbligazione pregressa ripianando, con l’ipoteca, il rischio di credito male apprezzato al momento della sua insorgenza, si conforma alla sua funzione economica istituzionale munendo l’impresa di nuove risorse suscettibili di rifinanziarla; funzione in tal caso connaturata all’essere il finanziamento, cui accede l’ipoteca, destinato per l’appunto ad assicurare ulteriori disponibilità al debitore in conformità alle regole di corretta gestione di un rischio contestualmente assunto e, per questo, nuovo».

grado di minare l'efficacia degli interventi pubblici (volti – come si è più volte ripetuto – a contenere gli effetti economici dell'emergenza sanitaria). Sicché, è interesse generale (della *politica*) controllare che le somme messe a disposizione dall'erario non travalichino i confini delle imprese e vadano a rimborsare debiti preesistenti e, quindi, ad evitare il manifestarsi dei rischi ora in circolazione nello «shadow banking system».

Non dovrà, pertanto, sorprendere la conclusione secondo cui il controllo degli «shadow banking risks» rappresenta una delle sfide principali per il sistema di supervisione, il quale dovrà – ancora una volta – rispondere all'esigenza di monitorare lo «shadow banking ... because of its size, its close links to the regulated financial sector and the systemic risk that it poses».

Si spiega in tal modo la necessità di attivare una forma di controllo pubblico sui flussi di denaro connessi alle risorse indicate dal citato decreto legge, avendo riguardo alle interconnessioni tra lo «shadow banking system», il sistema finanziario globale, gli enti creditizi ed il comparto industriale. Trattasi di un controllo che, ovviamente, dovrà presidiare le *vie ufficiali* in cui si propagano «wave of contagion that would affect sectors subject to the highest prudential standards» (e, dunque, le forme operative consone all'ordinamento finanziario)¹⁸. Ciò in quanto la presenza di un canale alternativo (a quello bancario) non deve consentire deflussi che, per mitigare rischi precedentemente assunti, minino l'efficacia degli interventi dello Stato in un periodo di difficoltà economica¹⁹. Conseguono l'esigenza di evitare, gestire o mitigare gli effetti economico-finanziari di eventi negativi (attesi ed inattesi); e tale esigenza può essere soddisfatta sia mediante barriere che limitino l'entrata di titoli rischiosi nei patrimoni delle banche, sia attraverso apposite infrastrutture destinate a supportare la circolazione

¹⁸ Cfr. Commissione Europea, *Communication of the Commission to the Council and the European Parliament - Shadow banking – Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector*, COM/2013/0614 final.

¹⁹ Infatti, se lo «shadow banking system» produce effetti meritevoli di protezione (da parte dell'ordinamento degli Stati democratici ad economia finanziarizzata), allora l'autorità di regolazione dovrà necessariamente intervenire per assicurare una consapevole assunzione dei rischi, la cui attivazione dovrà essere responsabilmente rivolta alla realizzazione di operazioni volte a supportare il benessere dei cittadini.

di informazioni relative alle «shadow banking operations», rilevando le interconnessioni tra queste ultime e l'economia reale²⁰.

Tuttavia, allo stato, solo un'interpretazione estensiva dei compiti attribuiti alle autorità di settore può consentire di procedere immediatamente all'incremento dei presidi che possano evitare questo deflusso ed orientare la circolazione della ricchezza verso i noti fini di utilità sociale. Da qui, l'istanza per un incremento dei livelli di trasparenza del fenomeno in osservazione (ogni qual volta sia coinvolto un intermediario vigilato).

5. *L'intervento italiano tra liquidità e rischi*

Alla luce di quanto precede appare chiaro che i meccanismi di trasmissione dei rischi rappresentano uno degli elementi che il regolatore deve presidiare per evitare un *fallimento del mercato* che si realizzi attraverso una massiva traslazione delle esposizioni assunte a pieno rischio (prima della crisi sanitaria) verso il sistema bancario e, per tal via, si risolvano in capo allo Stato (che si è impegnato a garantire i nuovi affidamenti delle imprese). Ciò, anche in considerazione delle dinamiche della ingegneria finanziaria e delle soluzioni variegiate che possono realizzare un *turnaround* delle fonti di finanziamento delle imprese²¹.

Occorre, altresì, osservare che i predetti interventi sono stati adottati per far fronte a fenomeni che si caratterizzano per un carattere transnazionale (*i.e.* l'emergenza sanitaria e il mercato finanziario); carattere che – di per sé – mette in difficoltà lo Stato italiano, in quanto la sovranità è segnata dai confini nazionali ed il superamento degli stessi è affidato ad una risposta economica coordinata degli Stati membri e delle istituzioni dell'UE²². Analogamente è a dirsi con riguardo all'azione posta in essere dalla Banca Centrale Europea, la quale – pur avendo competenze regionali – è ancorata a procedimenti

²⁰ Cfr. F. ZHU – J. CHEN – Z. CHEN – H. LI, *Shadow Banking Shadowed in Banks' Balance Sheets: Evidence from China's Commercial Banks*, in *Accounting & Finance*, 2019, 2879 ss.

²¹ Cfr. G. ALPA, "Fintech": un laboratorio per i giuristi, in *Contr. Impr.*, 2019, 377 ss.

²² Cfr. G. NAPOLITANO, *La crisi di legittimazione e di capacità amministrativa dell'Europa*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2016, 717 ss.

decisionali che fanno riferimento ad esponenti che non sempre riescono ad estraniarsi dalle logiche degli Stati membri che li hanno designati²³.

Sicché, al comune riconoscimento di una duplice direttrice degli effetti negativi dell'emergenza sanitaria (economici e finanziari), fa riscontro una reazione nazionale volta a gestire congiuntamente problemi variegati: lo shock dell'offerta dovuto alla perturbazione delle catene di approvvigionamento, lo shock della domanda determinato da un minore bisogno dei consumatori, l'effetto negativo dell'incertezza sui piani di investimento e l'impatto dei problemi di liquidità (dovuto all'arresto dei cash flow delle imprese). In tale solco logico si colloca l'orientamento inizialmente espresso dalla Commissione Europea verso aiuti economici che transitino attraverso i bilanci delle banche e giungano – a norma dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), del TFUE – a diretto beneficio delle imprese, senza alcun effetto ulteriore (tale cioè da preservare o ripristinare la redditività, la liquidità o la solvibilità delle banche)²⁴.

In tale contesto, le misure adottate dal Governo italiano presentano una valenza economica che, interagendo con le imprese, offre una soluzione per il finanziamento, sotto qualsiasi forma, di queste ultime che si realizza per il tramite di garanzie rilasciate da SACE S.p.A. Nel dettaglio, le condizioni previste dal decreto legge 8 aprile 2020, n. 23, hanno riguardo al soggetto garantito ed ai contenuti del rapporto negoziale cui le predette garanzie accedono. Quel che appare necessario verificare è, quindi, la possibilità che gli operatori finanziari possano attivare le predette garanzie per ripagare impegni assunti verso il mercato e, quindi, per evitare che si registrino default nei processi di intermediazione che danno contenuto allo «shadow banking system»²⁵.

Ad oggi, infatti, le imprese (che attivano le nuove facilitazioni finanziarie per rimodulare le proprie esposizioni) possono cessare di

²³ Cfr. P. CIOCCA, *Politica monetaria e di bilancio: una complementarità de facto nell'adesione all'Euro*, in www.apertacontrada.it, 21 gennaio 2020; ID., *La banca che ci manca. Le banche centrali, l'Europa, l'instabilità del capitalismo*, Roma, 2014, sul ruolo che una banca centrale dovrebbe avere all'interno di un sistema economico avanzato.

²⁴ Cfr. Comunicazione della Commissione, *Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19*, Bruxelles, 19.3.2020 C (2020) 1863 final.

²⁵ Cfr. S. CASSESE, *Con il governo è cambiata anche la forma di governo?* in *Quaderni costituzionali*, 2019, 116 ss.

essere le controparti di una *shadow entity* e divenire debentrici di un ente creditizio (all'uopo beneficiando delle garanzie di cui al d.l. 23/2020), attivando – per tal via – un deflusso dei rischi di controparte dallo «shadow banking system», al sistema bancario (prima) e allo Stato (poi)²⁶. A ben considerare, la pericolosità di tale interferenza non può esser ridimensionata dalla considerazione che un'operatività analoga potrebbe realizzarsi anche in relazione alle precedenti esposizioni assunte dalle imprese nei confronti degli enti creditizi, atteso che – in questo caso – la garanzia dello Stato si risolverebbe in favore dei depositanti (e cioè di quei soggetti che hanno affidato i loro risparmi ad intermediari che operano entro contenuti limiti prudenziali). Ciò, nella consapevolezza che quest'ultima possibilità è – in qualche modo – mitigata dalla previsione secondo cui l'ammontare complessivo delle esposizioni nei confronti del soggetto finanziato risulta superiore all'ammontare di esposizioni detenute alla data di entrata in vigore del decreto in parola.

Non v'è dubbio che le attuali forme di vigilanza monetaria e finanziaria non sono prioritariamente orientate verso un assiduo monitoraggio dell'impiego delle somme ricevute in esito a finanziamenti assistiti dalle garanzie in parola. Tuttavia, non appare sufficiente a coprire i rischi menzionati in premessa la previsione secondo cui le risorse (attinte mediante i finanziamenti disciplinati dal citato decreto legge) devono esser destinate a sostenere i costi del personale, investimenti o capitale circolante impiegati in stabilimenti produttivi e attività imprenditoriali localizzati in Italia²⁷. Ciò in quanto, una volta sostituite le precedenti fonti di finanziamento (provenienti dallo «shadow banking system»), le predette risorse – pur essendo destinate al *core business* dell'impresa – avranno assolto l'effetto di trasferire i rischi dal mercato finanziario allo Stato italiano.

In conclusione, appare centrale – nella disamina dell'efficacia delle misure assunte dal Governo – la valutazione delle possibilità che esse siano assorbite dal tentativo di mitigare i rischi assunti nello «shadow

²⁶ Cfr. E. JIANG – G. MATVOS – T. PISKORSKI – A. SERU, *Banking Without Deposits: Evidence from Shadow Bank Call Reports*, NBER Working Paper No. w26903

²⁷ Cfr. F. FIGARI – C. FIORIO, *Effetto virus su conti pubblici e redditi*, in *LaVoce.info*, 07 aprile 2020; in generale, S. CASSESE, *Dallo sviluppo alla coesione. Storia e disciplina vigente dell'intervento pubblico per le aree insufficientemente sviluppate*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2018, 579 ss.

banking system», venendo assorbite da un *turn-over* delle esposizioni che impedisca un effettivo incremento delle risorse a disposizione dell'economia reale. Da qui, l'istanza per un intervento ulteriore che, pur tenendo ferma la scelta di agire in favore delle imprese attraverso il canale bancario, assicuri l'incremento del volume complessivo degli attivi (e, quindi, impedisca il rimborso dei finanziamenti attivati prima dell'innesco dell'emergenza sanitaria).

Ancora una volta, restano inesplorate le opportunità offerte dai meccanismi della gestione collettiva del risparmio, cui conferire i crediti *in bonis* (delle banche nei confronti delle imprese) al fine di sottrarli ai limiti della vigilanza prudenziale e, successivamente, sospendere i piani di ammortamento al fine di ricercare soluzioni ulteriori che potessero, per un verso, consolidare il debito e, per altro, aumentare la capitalizzazione delle imprese. Quel che si propone, infatti, è l'introduzione di regole che tracciassero i flussi di pagamento alimentati dalle risorse concesse dalle banche con il beneficio delle garanzie in considerazione, unitamente a modifiche regolamentari che agevolassero il trasferimento delle esposizioni previgenti in fondi di credito atti a concedere dilazioni di pagamento al di fuori dei limiti previsti dalla vigilanza prudenziale, anche consentendo ai gestori di tali fondi di sottoscrivere il capitale delle imprese debitorie.²⁸

Da qui, la necessità di valutare l'incentivazione pubblica di operazioni che, nel mettere in sicurezza i flussi finanziari di queste ultime, le proiettino verso un'organizzazione delle fonti di finanziamento meno esposta al rischio di *lockdown* che si è manifestato in questo anno 2020²⁹.

²⁸ Cfr, sul punto, V. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, secondo supplemento al n. 2.

²⁹ Non va sottaciuta, peraltro, la possibilità che i titoli della specie possano essere acquistati dalle banche centrali nel contesto di operazioni monetarie volte a sostenere i volumi finanziari che perdono consistenza per il rallentamento dell'economia reale. Tuttavia, tale possibilità suggerisce approfondimenti ulteriori, al presente estranei al dibattito politico.