

Covid-19: come trasferire liquidità alle imprese con due strumenti innovativi in linea con le misure non convenzionali della BCE

di Giuseppe Di Gaspare* e Samuele Crosetti**

3 giugno 2020

Sommario: 1. Due strumenti per l'economia reale. – 2. Cartolarizzazioni di NPL come collaterale per operazioni di rifinanziamento. – 3. Anticipo del debito di imposta.

1. Due strumenti finanziari per l'economia reale

La risposta economica alla crisi di Covid-19 è stata sinora principalmente di natura fiscale. Che si tratti dell'erogazione di cassa integrazione guadagni in deroga, di assegni per i lavoratori autonomi, di sospensione del pagamento degli adempimenti fiscali¹, o ancora di garanzia per i prestiti fino a 25.000 Euro², rimaniamo sempre nell'ambito di scelte discrezionali a carico del bilancio statale.

Gli interventi sul canale del credito si sono limitati allo svolgimento di pratiche legate alla gestione dei flussi temporali di pagamento, vale a dire la sospensione delle rate dei mutui e l'anticipo della cassa integrazione guadagni. Non è stata invece adeguatamente esplorata la possibilità di utilizzare in maniera più intensiva il settore bancario per trasmettere liquidità fresca all'economia reale.

* Professore ordinario di Diritto dell'economia, LUISS Guido Carli.

** Bank Resolution Expert, Single Resolution Board.

Le analisi e le proposte qui espresse sono a titolo personale e vincolano in alcun modo le istituzioni di appartenenza.

¹ Per quanto attiene alla cassa integrazione guadagni in deroga, differimenti e sospensioni delle imposte, e sussidi ai lavoratori autonomi, le prime disposizioni sono state introdotte, inizialmente con riferimento alla zona rossa, dal Decreto Legge 2 Marzo 2020, n. 9, Misure urgenti di sostegno per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19, (G.U. Serie Generale n.53 del 2 Marzo 2020), estese e potenziate dal Decreto Legge 17 marzo 2020, n. 18, Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19, cosiddetto "Cura Italia" (GU Serie Generale n.70 del 17 Marzo 2020).

² Introdotta all'Art.49 del Decreto Legge Cura Italia, poi sostituito dal Capo I del Decreto Legge 8 aprile 2020, n. 23, Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali. (GU n.94 8 Aprile 2020).

Nel presente scritto vengono ripresi ed ampliati due strumenti, già presentati come *working concept*³ durante i primi giorni di confinamento, che consistono 1) nell'ampliamento del novero dei titoli accettati in garanzia per operazioni di rifinanziamento da parte della Banca Centrale Europea e 2) nell'anticipo di parte del gettito fiscale per il 2020 per tramite degli istituti di credito⁴.

2. Cartolarizzazioni di NPL come collaterale per operazioni di rifinanziamento

In Europa il mandato delle banche centrali è usualmente inteso in senso restrittivo e confinato alla stabilità dei prezzi. Diverso è il caso americano, dove la FED è abituata a sostenere l'economia reale attraverso le *government sponsored enterprises* (GSE)⁵ secondo il paradigma del "keynesianesimo finanziario"⁶. Nei suoi termini essenziali, il keynesianesimo finanziario tende a sostituire la politica monetaria alla politica fiscale nella sua funzione anticiclica di sostegno al mercato finanziario anche tramite lo stimolo alla crescita di particolari settori dell'economia reale. Non ci deve quindi sorprendere che la FED, forte del suo pluridecennale attivismo, abbia recentemente

³ I due strumenti sono già apparsi come *working concept* in G. Di Gaspare, 2020, *Coronavirus, come la BCE può trasferire subito la liquidità necessaria all'economia reale*, Amministrazione in Cammino, pp. 1-3, <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/wp-content/uploads/2020/03/DI-GASPARE-Coronavirus-e-BCE-1.pdf>; vd. Anche Id., 2020, *Così la Banca centrale europea può aiutare l'economia reale*, Avvenire, 20 Marzo, p. 3.

⁴ Tali proposte andrebbero naturalmente accompagnate da altre misure di natura fiscale e da una sistematica revisione della spesa pubblica. Questo scritto si limita all'ampliamento delle proposte sul versante del canale del credito. Per una rassegna più ampia di misure in risposta alla crisi economica provocata dall'epidemia, si faccia utile riferimento a G. Di Gaspare, 2020, *Effetto domino del coronavirus sull'economia, alcune proposte di contrasto ad impatto immediato*, Amministrazione in Cammino, pp. 1-5, <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/wp-content/uploads/2020/03/DI-GASPARE-Effetto-domino-1.pdf>; G. Di Gaspare, 2020, *Effetto domino del corona virus - Sei proposte di contrasto ad impatto immediato*, laCostituzione.info, 16 Marzo <http://www.lacostituzione.info/index.php/2020/03/16/effetto-domino-del-corona-virus-6-proposte-di-contrasto-ad-impatto-immediato/>.

⁵ Cfr.: sul ruolo delle GSE cfr.: Giuseppe Di Gaspare, *teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, 2011, p70 ss, "La liquidità messa in circolo, infatti, non inondava indiscriminatamente il sistema ma veniva canalizzata in settori specifici, tramite gli organismi collegati alla FED. Questi organismi, le *Government Sponsored Enterprises* - GSE, sono entità giuridiche in una posizione intermedia tra pubblico e privato, come del resto la loro qualificazione giuridica "sponsorizzate dal governo" lascia intendere. I finanziamenti, nel passaggio dalla FED alle GSE con il meccanismo del prestito, acquistavano la veste di operazioni di finanziamento privato. In sintesi, le GSE sembrano entità bifronti: pubbliche perché garantite dallo Stato federale, ma private quando ricevono i soldi e li prestano". Cfr. altresì: E.J. De Marco, R.C. Rist, 2017, *Government-Sponsored Enterprises as a Credit Allocation Tool in the United States*, in Id., *Carrots, Sticks and Sermons*, Routledge, Abingdon, UK, pp. 185-210.

⁶ cfr.: di G. Di Gaspare, 2011, *Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria*, CEDAM, Padova, Cap. IV, pp. 63 e ss.

deciso di garantire⁷, nell'ambito del *Paycheck Protection Program*⁸, i prestiti agevolati concessi alle piccole e medie imprese domiciliate negli Usa, addirittura con il 75% a fondo perduto per chi mantiene i rapporti di lavoro in essere o assume nuovo personale⁹.

Dal canto suo la Banca Popolare Cinese a fronte del dilagare dell'epidemia di Covid-19 non ha dovuto fare altro che rinvigorire la propria tradizionale politica di rifinanziamento virtualmente illimitato¹⁰, all'unica condizione che gli istituti di credito continuino a prestare all'economia reale, anche in assenza di effettive garanzie da parte dei soggetti debitori¹¹.

All'interno dell'Area dell'Euro tali sistemi non sarebbero replicabili per i vincoli statuari dell'operare della BCE¹², senza considerare le peculiarità dell'Unione

⁷ Vd. FED Press Release, 16 Aprile, Federal Reserve announces its Paycheck Protection Program Liquidity Facility is fully operational and available to provide liquidity to eligible financial institutions, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200416a.htm>; FED Press Release, 9 Aprile, Federal bank regulators issue interim final rule for Paycheck Protection Program Facility, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200409a.htm>. Per approfondimenti vd. anche J.Smialek, P. Eavis, 2020, *With \$2.3 Trillion Injection, Fed's Plan Far Exceeds Its 2008 Rescue*, The New York Times, 9 Aprile, <https://www.nytimes.com/2020/04/09/business/economy/fed-economic-rescue-coronavirus.html>; R. Barlaam, 2020, *Fed: 2.300 miliardi di prestiti per aziende ed enti locali*, Il Sole 24Ore, 9 Aprile, https://www.ilsole24ore.com/art/fed-2300-miliardi-liquidita-anti-virus-aziende-ed-enti-locali-ADVJeIJ?refresh_ce=1.

⁸ Tale programma è gestito a livello federale dalla *Small Business Administration* (SBA), sulla base del regolamento RIN 3245-AH34, Business Loan Program Temporary Changes; Paycheck Protection Program, Federal Register, Vol. 85, n. 73, 15 Aprile 2020, 20811, adottato sulla base delle Sezioni 1102 e 1106 del Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (CARES Act), H.R. 748, Congress of the United States of America, 3 Gennaio 2020, <https://www.nytimes.com/2020/04/09/business/economy/fed-economic-rescue-coronavirus.html>;

⁹ A tal fine la FED ha predisposto un fondo *ad hoc*, ovvero la Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF), il cui funzionamento è descritto sul sito istituzionale al seguente indirizzo: <https://www.frbdiscountwindow.org/generalpages/emergency%20credit%202020>

¹⁰ Sul tema di recente cfr. M. Beggs, L. Deer, 2019, *Transmission II: Liquidity and Lending*, in Id., *Remaking Monetary Policy in China*, Palgrave Pivot, Singapore, pp. 45-66.

¹¹ Sul punto, vd. anche G. Di Gaspare, 2020, *Coronavirus Fase 2: La BCE al bivio tra salvezza (dell'Ue) e recessione*, Il Sussidiario.net, 10 Aprile: "La PBoC fornisce liquidità alle banche generando moneta ad hoc senza pretendere dalle stesse banche un impegno a data certa per la restituzione del prestito. Non male – verrebbe da dire – per chi prende i soldi. Ovvio che grazie a questo strumento la capacità di resilienza del sistema bancario cinese è fortemente sostenuta. Ma non solo. È altrettanto ovvio supporre che la banca centrale richieda alle banche beneficiarie qualcosa in cambio del "simpatico regalo" – come direbbe Stiglitz. Questo qualcosa nella situazione attuale è, in poche parole, non fare mancare la liquidità al sistema produttivo del paese". Per chi volesse approfondire, il testo integrale si trova all'indirizzo seguente: <https://www.ilsussidiario.net/news/coronavirus-fase-2-la-bce-al-bivio-tra-salvezza-dellue-e-recessione/2008033/>

¹² Il mandato della Banca centrale europea per la stabilità dei prezzi è fissato all'Art. 2 del proprio Statuto, allegato ai Trattati ed attualmente contenuto in Protocollo (N. 4) sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea, OJ C 202, 7 Giugno 2016, p. 230, che riflette a propria volta l'Art. 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea. Va detto però che già nella sua versione originale, l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi era temperato dalla previsione che il Sistema Europeo delle Banche Centrali "sostiene le politiche economiche generali dell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del trattato sull'Unione europea [ex Art. 2 TUE]". L'Art. 3 TUE a propria volta, avendo di mira il Mercato Unico, fa riferimento al par.3 ad una "crescita economica equilibrata", così come "alla piena occupazione e al progresso sociale". In tal senso si esprime anche la Banca centrale europea sul proprio sito istituzionale, sciogliendo il nodo del rapporto fra l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi e gli altri obiettivi dell'Art. 3 TUE

Economica e Monetaria rispetto ai sistemi economici di Cina e Stati Uniti. Va osservato in ogni caso che durante la crisi del debito sovrano il mandato primario della BCE per la stabilità dei prezzi sia stato interpretato in chiave più aperta al sostegno dell'economia per tramite del canale del credito¹³. Anche nei limiti del proprio mandato¹⁴, la BCE ha fornito sostegno al sistema economico con operazioni mirate di rifinanziamento e l'acquisto di titoli obbligazionari¹⁵.

Una prima, timida, apertura da parte della BCE verso l'accettazione di titoli più rischiosi nel quadro della presente crisi, ha già preso forma con le decisioni adottate dal Consiglio dei Governatori del 7 Aprile scorso¹⁶. Va menzionata in particolare la possibilità di utilizzare - come collaterale per operazioni di rifinanziamento - i prestiti a piccole e medie imprese e lavoratori autonomi se garantiti dallo Stato, così come i

nei seguenti termini: "The Treaty provisions also imply that, in the actual implementation of monetary policy decisions aimed at maintaining price stability, the Eurosystem should also take into account the broader economic goals of the Union. In particular, given that monetary policy can affect real activity in the shorter term, the ECB typically should avoid generating excessive fluctuations in output and employment if this is in line with the pursuit of its primary objective". In merito si faccia riferimento alla pagina dedicata al seguente indirizzo:
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html> .

¹³ sul cambiamento di approccio nei riguardi dell'obiettivo della stabilità dei prezzi a cavallo della crisi del debito sovrano vd. F. Papadia, T. Välimäki, 2018, *Central banking in turbulent times*, Oxford University Press, UK. Più di recente vd. Anche D. Giannone, M. Lenza, L. Reichlin, 2019, *Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area: what has changed since the crisis?*, ECB Working Paper N. 2226.

¹⁴ Va detto a onor del vero che tale atteggiamento di apertura non è stato esente da critiche, soprattutto da parte tedesca, come dimostra la recente sentenza della Corte Costituzionale Tedesca (vd. Leitsätze zum Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020

https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2020/05/rs20200505_2bvr085915.html).

Si tratta di posizioni risalenti nel tempo, che fanno aggio su un timore diffuso di una "monetizzazione del debito sovrano", come illustrato da G. Di Gaspare, 2020, *Sentenza Corte Tedesca su BCE*, il Sussidiario, 7 Maggio, <https://www.ilsussidiario.net/news/sentenza-corte-tedesca-su-bce-il-piano-di-berlino-per-usare-lue-a-proprio-vantaggio/2019570/> ; Per un approfondimento sui nodi essenziali della sentenza, vd. anche S. Lombardo, 2020, *Quantitative Easing: la sentenza della Corte Costituzionale tedesca*, Diritto Bancario, <http://www.dirittobancario.it/news/finanza/quantitative-easing-la-sentenza-della-corte-costituzionale-tedesca> . Di contrappunto alle posizioni tedesche va eccepito, come precisamente registrato nel già richiamato contributo di Papadia e Välimäki (riferimenti in nota 14), che le politiche di acquisto di titoli sul mercato secondario così come le operazioni di rifinanziamento a fronte dell'impegno di collaterali, benché abbiano generato una massa ingente di liquidità, non si sono ripercosse in aumento dei prezzi, che sono anzi rimasti pressoché invariati e pertanto – va ammesso – lontani dall'agognato obiettivo di un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2%. Dal canto nostro i due strumenti presentati nel presente lavoro, ponendosi nel medesimo ordine di idee dei meccanismi già rodati nel recente passato (ma con un focus ben più marcato quanto al sostegno alle piccole e medie imprese), non sembrerebbero poter essere soggetti al timore di ingenerare un'inflazione perversa.

¹⁵ Fra i molti contributi sul tema, per avere contezza degli effetti delle misure di politica monetaria non convenzionali, si faccia utile riferimento a M. Fratzscher, M.L. Duca, R. Straub, 2016, *ECB unconventional monetary policy: Market impact and international spillovers*. IMF Economic Review, Vol. 64, n. 1, pp. 36-74. Con ampio riscontro empirico, vd. anche J. Jäger, T. Grigoriadis, 2017, *The effectiveness of the ECB's unconventional monetary policy: Comparative evidence from crisis and non-crisis Euro-area countries*, Journal of International Money and Finance, 78, pp. 21-43.

¹⁶ ECB, 2020, Press Release, 7 Aprile,

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>,

crediti vantati nei riguardi di piccole imprese, questa volta senza un limite di importo minimo (prima la soglia era fissata in 25.000 Euro). Con la prima misura si garantisce una copertura di liquidità alle banche impegnate a concedere nuovi prestiti garantiti dallo Stato, mentre con la seconda – per affermazione della stessa BCE – si intende “facilitare lo smobilizzo in forma di collaterale di prestiti alle piccole imprese”.

Si tratta di misure temporanee, legate al *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)¹⁷, che rimarranno in essere almeno fino alla fine del 2020. Siamo quindi ancora lontani da cartolarizzazioni di NPL come collaterale per operazioni di rifinanziamento¹⁸, ma le due novità sopra richiamate, insieme alla contestuale scelta di accettare in via temporanea anche titoli con un livello di rischio superiore a quello abituale¹⁹, ne sono in qualche modo la premessa necessaria.

L'accettazione di NPL come collaterale preluderebbe a vantaggi su diversi fronti. Scambiando sofferenze cartolarizzate con liquidità, gli istituti di credito otterrebbero da un lato risorse aggiuntive da prestare e dall'altro, grazie allo smobilizzo delle sofferenze, maggiore margine nel rispetto dei requisiti prudenziali. Inoltre, si allenterebbe la pressione sui creditori per il recupero del prestito o comunque per un alleggerimento delle sofferenze in bilancio. In tempi di crisi economica è infatti molto probabile che gli NPL si traducano definitivamente in crediti inesigibili o vengano ceduti per importi molto svalutati rispetto al credito sottostante, con l'unico intento di rimuoverli dai propri bilanci il più presto possibile per potere attivare nuovi prestiti. Se almeno una parte di questi crediti venisse alleggerita, le banche si potrebbero

¹⁷ Per una copertura completa dei comunicati stampa e degli interventi a riguardo del PEPP, si faccia utile riferimento alla pagina dedicata sul sito istituzionale al seguente indirizzo:

https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/pandemic_emergency_purchase_programme_pepp.en.html

¹⁸ come proposto da G Di Gaspare, *Così la Banca centrale europea può aiutare l'economia reale*, cit., p. 3. Va segnalata in questo caso anche la soluzione più radicale attuata negli Stati Uniti d'America attraverso il *Public-Private Investment Program* (PPIP) lanciato dal Tesoro. Attraverso PPIP sono stati create fondi di investimento pubblico-privati per l'acquisto di tranches di NPL. Con questa soluzione ancora una volta gli Stati Uniti sono riusciti ad immettere risorse nel sistema economico attraverso le aste condotte dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), senza pesare però sulle finanze pubbliche se non per la parte di capitale immesso per la creazione della società. Per approfondimenti, si faccia utile riferimento a P. Baudino, H. Yun, 2017, *Resolution of non-performing loans*, Financial Stability Institute Insights on policy implementation, N.3, Bank for International Settlements, Basilea, Svizzera, pp. 1-39, in particolare pp. 15 e ss., <https://www.bis.org/fsi/publ/insights3.pdf>. Accanto al PPIP, la FED ha fatto la sua parte attraverso il Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), soprattutto per fronteggiare il drastico calo degli scambi di cartolarizzazioni di mutui e *commercial paper* dovuto al crollo del valore dei crediti sottostanti. Per maggiori dettagli sul TALF, si rimanda a A. Ashcraft, A. Malz, Z. Pozsar, 2012, *The Federal Reserve's Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Vol. 18, n. 3, pp. 29-66.

¹⁹ A questa linea di un atteggiamento più accomodante rispetto al livello di rischio dei titoli accettati come collaterale, va certamente ascritta la decisione del 22 Aprile scorso di accettare in via temporanea (fino al 2021) obbligazioni corporate che non abbiano il rating minimo per investimento (triplo B). Per maggiori dettagli, si rinvia a ECB, 2020, Press Release, 22 Aprile: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200422_1~95e0f62a2b.en.html; Per un approfondimento, vd. M. Arnold, R. Platt, K. Martin, 2020, *ECB loosens collateral rules to accept 'fallen angel' bonds*, Financial Times, 23 Aprile.

permettere un atteggiamento meno aggressivo nei confronti degli NPL ancora in bilancio. Per quei crediti che non entrassero a far parte di operazioni di rifinanziamento, si eviterebbe una cessione frettolosa al meglio, e si darebbe modo alle banche di potervi rientrare con una percentuale maggiore una volta passata la crisi.

In chiave operativa, la transazione potrebbe essere facilitata dalla costituzione di una o più apposite società veicolo con il compito di accettare i crediti conferiti dagli istituti bancari per poi emettere titoli cartolarizzati²⁰. Tale operazione si affiancherebbe verosimilmente anche ad una ristrutturazione del debito di PMI e lavoratori autonomi, con una parziale ridefinizione dell'importo e una rimodulazione delle scadenze. I crediti sottostanti potrebbero beneficiare, almeno per le tranche senior, di una garanzia da parte statale, così come già normalmente avviene con il fondo di garanzia sulle cartolarizzazioni delle sofferenze (GACS)²¹.

La società veicolo si occuperebbe quindi di emettere titoli cartolarizzati, alla cui base i crediti siano ordinati per differente scadenza e grado per rischio, in cui una quota più ristretta di crediti maggiormente aleatori e a lunga scadenza verrebbe coperta da una più ampia fetta più ampia di crediti di qualità a scadenza più vicina. Una volta strutturato, il titolo fungerebbe da collaterale per operazioni di rifinanziamento.

Assumendo il ruolo di garante di una tranche di crediti senior lo Stato, invece di assicurare nuovi prestiti per l'intero importo, si troverebbe così a garantire una fetta ristretta di debiti pregressi, con l'ulteriore vantaggio di poter stimare già al momento dell'emissione del titolo l'importo massimo di detta garanzia in caso di *default* dei soggetti garantiti. Inoltre, tale garanzia, essendo concessa su titoli cartolarizzati di crediti di lunga scadenza la cui restituzione potrebbe essere ulteriormente dilazionata dalla loro accettazione come collaterale da parte della Banca centrale, contribuirebbe a spalmare i flussi di spesa su un orizzonte temporale maggiore.

²⁰ In quanto ai modelli di società veicolo per la cartolarizzazione di NPL esiste una copiosa letteratura. Per quanto attiene ai fini del presente scritto, segnaliamo per pertinenza ed autorevolezza A. Enria, 2016, *Financial Markets 2.0 – R (evolution): Rebooting the European Banking Sector*, discorso tenuto alla VII FMA Supervisory Conference, Vienna, 5 Ottobre 2016; A. Fabbri, 2017, *Securitisation of Non-performing loans*, in S. Caselli, S. Gatti, a cura di, *Structured Finance: Techniques, Products and Markets*, Springer, Cham, Svizzera, pp. 153-207; Arrivano addirittura ad ipotizzare un meccanismo di smaltimento degli NPL di portata pan-Europea M. Onado, B. Bruno, G. Lusignani, 2018, *A securitisation scheme for resolving Europe's problem loans*, in C. Mayer, S. Micossi, M. Onado, M. Pagano, A. Polo, a cura di, *Finance and Investment: The European Case*, Oxford University Press, UK, pp. 157-167.

²¹ Tale strumento è stato introdotto per la prima volta dal Decreto Legge, 4 Febbraio 2016, n. 18, Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio, (GU Serie Generale n. 37 del 15 Febbraio 2016) poi convertito con modificazioni dalla L. 8 Aprile 2016, n. 49. Lo stesso è stato dipoi modificato dal Decreto Legge 25 Marzo 2019, n. 22, Misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea (GU n. 71 del 25 Marzo 2019), convertito con modificazioni dalla L. 20 Maggio 2019, n. 41.

Per massimizzare il beneficio da parte di piccole e medie imprese, nel momento in cui il titolo cartolarizzato venisse accettato come collaterale da parte della Banca centrale, le rate andrebbero sospese per un tempo pari alla durata dell'operazione di rifinanziamento. In questo modo si salvaguarderebbe la solvibilità di imprese che altrimenti non potrebbero a far fronte nei mesi seguenti ai propri pagamenti per via della protratta inattività.

Andrebbero però stabiliti limiti e regole ben precisi, per evitare di ricadere nel problema di garanzie alla cieca e trasformare una misura a sostegno dell'economia reale in un incentivo a comportamenti di investimento irresponsabili da parte delle imprese e a esposizioni rischiose per le banche²².

Le operazioni di cartolarizzazione dovrebbero perciò riguardare unicamente le sofferenze che si siano formate come diretta conseguenza delle misure restrittive e della chiusura forzata delle attività²³. In questo modo si eviterebbe ogni ipotesi di un *bail-out* generalizzato, che di fatto premierebbe l'azzardo morale di banche che abbiano elargito credito e imprese che già prima della crisi non avevano i presupposti di solidità per rimanere sul mercato. La finalità dell'operazione infatti non è di tipo assistenziale al reddito, ma si propone di mettere a disposizione nuove risorse per il rilancio economico e per questo motivo le risorse disponibili debbono essere indirizzate esclusivamente verso quelle attività e in grado di generare utili una volta passata la crisi²⁴.

Per essere certi che la liquidità aggiuntiva venga effettivamente canalizzata verso l'economia reale si può fare ricorso ad un strumento già collaudato. Le banche su base trimestrale, tra i tanti dati ed informazioni che sono tenute ad inviare alle autorità di vigilanza, trasmettono i rapporti finanziari (FINREP)²⁵. In questi rapporti gli attivi delle banche sono classificati anche in base alla controparte. Utilizzando questo strumento,

²² In Italia peraltro dinamiche di questo tipo sono state registrate con riferimento all'esperienza dei consorzi di garanzia collettiva dei fidi alle piccole e medie imprese, altrimenti noti come "confidi". Per un solido riscontro empirico si veda L. Gai, F. Ielasi, M. Rossolini, 2016, *SMEs, public credit guarantees and mutual guarantee institutions*, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 23, n. 4, pp. 1208-1228. Anche in ambiente internazionale, a più riprese è stata posta in evidenza la correlazione tra garanzie pubbliche ai finanziamenti e comportamenti opportunistici da parte delle imprese. Si veda a titolo di esempio R. Gropp, C. Gruendl, A. Guettler, 2013, *The impact of public guarantees on bank risk-taking: Evidence from a natural experiment*, Review of Finance, Vol. 18, n. 2, pp. 457-488; K. Aito, D. Tsuruta, 2014, *Adverse selection and moral hazard in the Japanese public credit guarantee schemes for SMEs*, VOX CEPR Policy Portal, <http://www.voxeu.org/article/adverse-selection-and-moral-hazard-japanese-credit-guarantees>

²³ Non si tratta certamente di una distinzione facile. Naturalmente un elemento qualitativo di valutazione discrezionale rimarrebbe ineliminabile, benché sia possibile introdurre parametri rigidi, come l'ingresso in sofferenza a decorrere da Marzo 2020 o l'assenza di segnalazioni alla centrale dei rischi.

²⁴ In mancanza di tali contrappesi il rischio sarebbe in buona sostanza quello di innescare un meccanismo di selezione avversa sul mercato del credito, talvolta addirittura favorendo il fallimento delle PMI, come dimostrato in P. Agnese, M. Rizzo, G.A. Vento, 2019, *The impact of Credit Guarantee Schemes on SMEs bankruptcies: an international overview*, Journal of Applied Finance and Banking, Vol. 9, n. 4, pp. 1-9.

²⁵ La struttura attuale di tali rapporti è regolata dagli EBA-ITS-2016-07, *ITS amending ITS on Supervisory reporting of FINREP due to IFRS9*. I modelli sono consultabili al seguente indirizzo: <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/supervisory-reporting/implementing-technical-standards-on-proposed-amendments-to-finrep-ifs-9>

le operazioni di rifinanziamento, da stabilire su base trimestrale, dovrebbero essere parametrizzate, interamente o attraverso una percentuale fissa ma elevata (per esempio l'80%), all'aumento delle esposizioni verso i settori reali dell'economia registrato da ogni singolo istituto nel trimestre precedente. Con questa condizionalità si manderebbe un chiaro segnale che la liquidità concessa non possa essere lasciata in deposito, o dirottata su investimenti finanziari, ma debba essere investita in impieghi nel settore reale.

3. Anticipo del debito di imposta

Il secondo strumento proposto consiste in un alleggerimento temporaneo dell'onere tributario a favore delle imprese e dei lavoratori autonomi, al fine di salvaguardare la liquidità disponibile, senza per questo ridurre le entrate al bilancio dello Stato. Con questo strumento le banche, che già normalmente esercitano le funzioni di "agenti della riscossione" per conto dell'Agenzia delle Entrate, continuerebbero a versare allo Stato le entrate fiscali, ma anziché attingere dai conti dei contribuenti utilizzerebbero le risorse di una *facility* di prestito *ad hoc* predisposta dalla BCE.

In tal modo il canale del credito si surrogerebbe – almeno temporaneamente – ai contribuenti, esonerandoli dall'imposizione fiscale per il tempo necessario a far fronte all'emergenza e al riavvio delle attività in condizioni di normalità, ma lasciando inalterato il gettito fiscale alle casse dello Stato. È evidente infatti che a fronte delle spese eccezionali per il settore sanitario e dell'aumento vertiginoso delle uscite dovute agli ammortizzatori sociali, lo Stato ha quanto mai bisogno di finanziarsi, possibilmente senza ricorrere a nuovo indebitamento²⁶. D'altra parte, è altrettanto evidente che nella situazione attuale, molte piccole e medie imprese non sono in grado di far fronte agli obblighi fiscali maturati per l'anno 2019, a causa della protratta inattività²⁷. Richiedere pagamenti delle imposte a piccole e medie imprese e a lavoratori autonomi gravemente provati dalla sospensione delle attività rese necessarie dal contrasto dell'epidemia, significherebbe costringerli a chiudere definitivamente i battenti²⁸.

²⁶ Cfr. G. Di Gaspare, 2020, *Coronavirus, come la BCE può trasferire subito la liquidità necessaria all'economia reale*, Amministrazione in Cammino, cit., p3ss.,

²⁷ Peraltro, va ricordato come una riduzione significativa degli scambi commerciali durante il periodo di confinamento, produca ex se una riduzione del gettito dell'IVA.

²⁸ Si tratta di una situazione molto simile a quella descritta dall'ormai celebre curva di Laffer. In tale modello l'aumento dell'aliquota marginale ridurrebbe il gettito fiscale complessivo, qualora si sia superato il punto critico per cui all'imprenditore non risulterebbe più conveniente continuare la propria attività. Una matura sistemazione teorica di tale modello, che la leggenda vuole essere stata tracciata dall'economista sul tovagliolo di carta di una caffetteria durante una riunione informale un tardo pomeriggio con Dick Cheney e Donald Rumsfeld, allora membri dell'amministrazione Nixon/Ford, è stata completata più tardi in A. Laffer, 1986, *The Ellipse: An Explication of the Laffer Curve in a Two-Factor Model*, in Id., *The Financial Analyst's Guide to Fiscal Policy*, Greenwood Press, New York, pp. 1–35. Nella situazione presente, più che di fronte ad un disincentivo al lavoro per via dell'innalzamento

Senza un intervento finanziario di alleggerimento delle PMI e degli autonomi sul lato tributario, si avvia un circolo vizioso. Ogni impresa chiusa equivale per il bilancio pubblico ad un contribuente in meno e quindi ad un calo del gettito fiscale su base strutturale, senza contare i minori introiti dei fornitori, la riduzione degli impieghi, il calo dei contributi, e tutta una serie di effetti concatenati in grado di innescare una pericolosa spirale recessiva.

Ne è testimonianza la scelta del Decreto "Rilancio"²⁹ di non richiedere il pagamento dell'acconto e della rata di Giugno dell'IRAP; misura che attesta peraltro come la sospensione dei pagamenti dell'IVA e i vari differimenti di scadenze già introdotti dal Decreto "Cura Italia"³⁰ non siano stati sufficienti a scongiurare il fermo delle attività. Resta però il problema – allo stato attuale – di finanziare una spesa pubblica in "crescita libera" a fronte di minori entrate.

Lo strumento proposto si prefigge appunto il duplice scopo di salvaguardare le attività danneggiate dall'epidemia sollevandole dai propri oneri fiscali e al tempo stesso garantire la permanenza del flusso del gettito.

Si tratterebbe di un'operazione di "fido" nei confronti dei contribuenti, non così diversa apparentemente nei suoi termini essenziali da quanto gli istituti di credito fanno abitualmente a favore delle imprese. Tale misura andrebbe inoltre modulata in maniera tale da servire allo scopo emergenziale; vale a dire minimizzare l'onere sulle spalle dei contribuenti senza per questo mettere a rischio la solvibilità delle banche.

Quanto al primo punto, tali finanziamenti andrebbero stipulati a condizioni di favore, ovvero essere ripagati su un orizzonte temporale lungo rispetto all'ammontare del credito elargito (dietro l'assunto che nel medio termine la crescita ritorni in linea con i periodi pre-crisi) e ad un tasso nullo o quasi nullo per i contribuenti, pari per esempio al tasso marginale di prestito applicato dalla BCE, al momento pari allo 0,25%, in aggiunta ad un'eventuale commissione iniziale per le spese legate all'operazione.

Per anticipare una quota consistente del gettito fiscale del 2020 le banche avrebbero evidentemente bisogno di una provvista adeguata di liquidità, che andrebbe fornita dalla Banca centrale attraverso in maniera simile a quanto avvenuto per le operazioni di rifinanziamento lungo termine (LTRO) e per le operazioni speciali disposte nel quadro della pandemia di Covid-19 (PELTRO). L'apertura di questo canale di credito dovrebbe ovviamente riguardare tutte le imprese della zona Euro, e quindi

dell'aliquota marginale, il modello di Laffer troverebbe applicazione nella misura in cui ad aliquota stabile, fossero gli introiti delle imprese a contrarsi. Nel caso in cui le imposte non siano sufficientemente flessibili (come per le imposte dirette), il pagamento nel 2020 delle imposte dovute per il 2019 potrebbe ingenerare un serio ammanco di cassa, in grado di forzare la chiusura di diverse attività economiche, con addirittura una riduzione strutturale del gettito di imposta.

²⁹ Decreto Legge 9 maggio 2020, n. 34, Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19, cd. "Decreto Rilancio", (GU Serie Generale n.128 del 19-05-2020 - Suppl. Ordinario n. 21).

³⁰ Cfr. nota 2.

essere accessibile dagli stessi istituti di credito abilitati a partecipare alle operazioni di mercato aperto della Banca centrale³¹.

In questo caso fungerebbero da collaterale i titoli derivanti dalla cartolarizzazione dei crediti vantati dalle banche a fronte della surroga nel pagamento delle imposte, che verrebbero così smobilizzati dai propri bilanci. Tale trasferimento sarebbe giuridicamente strutturato come un prestito a lunga scadenza rilasciato dalla BCE agli stessi tassi utilizzati per operazioni simili e con l'opzione di *roll-over* su richiesta delle banche beneficiarie³².

Dal lato delle banche la redditività dell'operazione andrebbe sostenuta da un *mark up* a carico dello Stato, che anziché differire in via indefinita il gettito che dovrebbe incassare in questi mesi (con la conseguenza di doversi finanziare attraverso l'emissione di nuovo debito per far fronte alle spese correnti), riceverebbe immediatamente le risorse di cui ha urgente bisogno.

Per quanto attiene alla cartolarizzazione dei crediti, lo schema potrebbe rimanere in sostanza quello delineato sopra per il primo strumento, ma senza prevedere in questo caso una garanzia da parte statale sui crediti, che in caso di attivazione andrebbe automaticamente ad annullare il beneficio apportato dalla misura, dal momento che lo Stato si troverebbe a dover restituire le stesse somme che le banche avevano anticipato.

Anche in assenza di una garanzia statale, il titolo potrebbe essere messo ad un prezzo inferiore rispetto al valore dei crediti sottostanti. La differenza andrebbe corrisposta all'ente cartolarizzatore dallo Stato stesso, che - come già spiegato - della misura sarebbe il primo beneficiario. In questo modo si assicurerebbe la qualità del titolo, che non peserebbe quindi eccessivamente in termini di rischio sui bilanci delle banche e si presenterebbe in una forma decisamente più appetibile per essere accettato come collaterale in operazioni di rifinanziamento da parte della Banca centrale.

Anche in questo caso andrebbero poi predisposti opportuni meccanismi di limite all'azzardo morale e incentivi ad avvalersi di questo strumento per sostenere effettivamente le attività economiche. I contribuenti lavoratori autonomi ed imprese che per la cessazione o riduzione fossero autorizzati ad avvalersi di questa misura, dovrebbero essere soggetti ad una franchigia minima, ovvero una percentuale anche bassa di imposta, che verrebbe comunque pagata immediatamente attingendo dai loro conti.

Sarebbe poi opportuno che per essere certi che la misura sia effettivamente di stimolo all'economia reale, l'operazione sia subordinata al mantenimento delle attività e dei rapporti di lavoro in essere e ad un impegno sul pagamento dei salari, alleggeriti dei contributi previdenziali e fiscali, a cui eventualmente le banche potrebbero anche

³¹ Le condizioni per partecipare alle operazioni di mercato aperto sono dettagliate dalla Guideline (EU) 2015/510 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (ECB/2014/60), Banca Centrale Europea, 19 Dicembre 2014.

³² Per un uso molto più incisivo della formula del prestito e sua diversa contabilizzazione con il "keynesianesimo finanziario" della FED, cfr. G Di Gaspare, teoria e critica della globalizzazione finanziaria, cit., p.69 ss.

in questo caso sostituirsi nel pagamento delle imposte. Salvaguardare i rapporti di lavoro in essere, decurtati degli oneri fiscali e previdenziali, significherebbe peraltro alleggerire la finanza pubblica riducendo l'erogazione di forme di sostegno al reddito e della cassa integrazione.