



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
Magistrale  
in Economia e  
Finanza

ordinamento *Ex D.M.*  
*270/2004*

Tesi di Laurea

# **La cartolarizzazione dei crediti e la segregazione patrimoniale**

Evoluzione normativa, criticità emerse e  
aspetti funzionali

**Relatore**

Ch. Prof. Leonardo Di Brina

**Correlatore**

Ch. Prof. Alberto Urbani

**Laureando**

Alberto Andolfatto

Matricola: 852288

**Anno Accademico**

2020 / 2021

## INDICE

<b>CAPITOLO I. INTRODUZIONE ALLA CARTOLARIZZAZIONE E INDAGINE DEL CONTESTO STORICO EVOLUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>CAPITOLO II. EVOLUZIONE NORMATIVA</b>	<b>13</b>
2. OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE IN ITALIA PRIMA DELLA LEGGE N. 130/1999.	20
3. IL PRECEDENTE NORMATIVO FORNITO DALL'ART. 13 DELLA L. 23 DICEMBRE 1998, N. 448.	22
4. LE PREMESSE A FONDAMENTO DEL D.D.L. PRECURSORE DELLA L. 130/1999.	24
5. TEMI CONTROVERSI NELLA PROPOSTA DI LEGGE N. 5058.	28
<b>CAPITOLO III. APPRODO ALLA LEGGE CARDINE DEL SISTEMA: LEGGE 30 APRILE 1999, N. 130</b>	<b>33</b>
1. ARTICOLAZIONE GENERALE DELLA LEGGE N. 130/1999.	33
2. CREDITI PECUNIARI, CESSIONE IN BLOCCO E CESSIONE DI CREDITI FUTURI.	36
3. NATURA DEI TITOLI EMESSI.	44
4. LA SOCIETÀ PER LA CARTOLARIZZAZIONE.	55
4.1 <i>Insensibilità del patrimonio alle revocatorie come forma di tutela della segregazione patrimoniale.</i>	56
4.2 <i>Esclusività dell'oggetto sociale.</i>	63
4.3 <i>Forma societaria adottabile e aderenza parziale della società alla disciplina del T.U.B.</i>	65
4.4 <i>Capitalizzazione della società per la cartolarizzazione.</i>	69
4.5 <i>Segregazione dei patrimoni della società per la cartolarizzazione e fallimento della stessa.</i>	73
4.6 <i>Funzioni accessorie svolgibili dalla SCC.</i>	82
4.7 <i>Ruolo dei Servicer e conflitti d'interesse.</i>	83
5. LA CESSIONE DEI CREDITI E L'OPPONIBILITÀ AI TERZI.	92
<b>CAPITOLO IV. CARTOLARIZZAZIONE PER IL TRAMITE DI UN TRUST</b>	<b>101</b>
1. STRUTTURE DIFFERENTI DI <i>SECURITIZATION</i> .	101
2. INCOMPATIBILITÀ DELLA STRUTTURA <i>PASS THROUGH</i> CON L'ASSETTO NORMATIVO ITALIANO E CON IL NON AGEVOLE UTILIZZO DEL <i>TRUST</i> .	105
3. IL <i>TRUST</i> NEL DIRITTO INTERNAZIONALE E ITALIANO.	107
4. IMPIEGO DEL <i>TRUST</i> PER LA REALIZZAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI <i>SECURITIZATION</i> .	120
<b>CAPITOLO V. INTERVENTI MODIFICATIVI E INTEGRATIVI APPORTATI ALLA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE IN ITALIA</b>	<b>125</b>
1. DECRETO-LEGGE 23 DICEMBRE 2013, N. 145, C.D. "DESTINAZIONE ITALIA".	126
2. <i>ACTION PLAN PACKAGE</i> , PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL 30 SETTEMBRE 2015 PER LA CARTOLARIZZAZIONE SEMPLICE, TRASPARENTE E STANDARDIZZATA (STS) E <i>SECURITIZATION FRAMEWORK</i> DEL 2019.	130
3. DECRETO-LEGGE 14 FEBBRAIO 2016, N. 18. GARANZIA CARTOLARIZZAZIONE SOFFERENZE (GACS).	134
4. DECRETO-LEGGE 24 APRILE 2017, N. 50 SULLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI DETERIORATI.	137
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</b>	<b>146</b>

# **CAPITOLO I.**

## **INTRODUZIONE ALLA CARTOLARIZZAZIONE E INDAGINE DEL CONTESTO STORICO EVOLUTIVO**

La finanza è notoriamente un ambito molto florido che risente positivamente delle innovazioni che vengono messe in campo, da vari attori, con l'intento di offrire servizi variegati per la platea degli investitori, individuando e neutralizzando le componenti di rischio inerenti alle operazioni di natura finanziaria, garantendo al contempo profili di rischio/rendimento che rendano i prodotti più appetibili per coloro che si interfacciano con i mercati. L'evoluzione della tecnica finanziaria ha consentito l'affacciarsi di prodotti e servizi che consentono di manipolare le logiche tradizionali dell'assunzione e dell'attribuzione del rischio. Ci si interroga tuttora se la natura oscillatoria dei mercati, che vede avvicinarsi fasi di euforia e fasi di rassegnazione, riesca a porre una lente d'ingrandimento sulle criticità intrinseche a determinati prodotti o all'uso scorretto o improprio di questi che talvolta connatura l'indirizzo tipicamente speculativo di determinati operatori. L'auspicio di molti è che i mercati accantonino meccanismi perversi di accaparramento di risorse o di attenuazione dei rischi di portafoglio, che, come vedremo in seguito, tendono ad avere come esito collaterale quello di falsare la concorrenza, sfruttare falle insite nei meccanismi di compliance e rendere onerosa la correttezza e la trasparenza. Difficoltoso è invece profetizzare sugli accadimenti venturi in quanto lo stesso legislatore, mediante gli organismi regolatori preposti, tende ad arrivare con discreta latenza per stabilire una disciplina, il più possibile onnicomprensiva, sull'insieme di strumenti fruibili dagli investitori istituzionali. L'effervescenza dei mercati, unita al perenne desiderio di deregolamentazione, pongono un ostacolo non indifferente alle autorità di vigilanza, anche in virtù del fatto che non è opportuno prescindere dalla considerazione che la formulazione di norme di condotta, e parallelamente della aderenza accordata da parte di coloro che le subiscono, creano un insieme di costi che rendono, di converso, più complesso il sorgere di aspiranti operatori istituzionali. Si rende necessario, dunque, contemperare esigenze di tutela della competitività con esigenze di pervasiva regolamentazione di quei settori, come quello della finanza strutturata, costellati di prodotti ad alto rischio potenziale.

La famigerata crisi che è seguita agli eventi del 2008 ha contribuito a porre l'attenzione sulla necessità di predisporre dei presidi necessari a prevenire manifestazioni cataclismiche provenienti dalla iperreattività dei mercati agli scenari sconfortanti, che hanno come risultato ricadute “ad effetto domino” sugli investitori finali, nonostante costoro non siano in grado di interpretare avvisaglie di imminenti crolli. A seguito degli eventi succitati si sono rievocati, in alcuni casi, esempi di *bank run* che non hanno avuto altro effetto che esacerbare le preoccupazioni e le tensioni all'interno di quei paesi attanagliati dalla stretta delle politiche di austerità fiscale, contraendo ancor più la fiducia dei consumatori e generando un circolo vizioso. Susseguentemente ai primi tentativi di *deleveraging*<sup>1</sup> compiuti da alcuni istituti bancari, e, più specificamente, in risposta alla chiusura di tre veicoli riconducibili a BNP Paribas che detenevano mutui subprime, si è avuta la prima corsa agli sportelli che ha coinvolto un altro istituto, nella fattispecie la banca Northern Rock, la quale ha esperito in prima persona le conseguenze dell'onda d'urto mediatica che segue ad un annuncio pubblico del versamento in uno stato precario di una banca portatrice di interessi presso la collettività<sup>2</sup>. Se il transitare in un periodo di crisi pone una banca in difficoltà, specie per quanto concerne il reperimento di fonti di finanziamento, una corsa agli sportelli non depone di certo a suo favore in quanto alle credenziali che presenta sul mercato. Infatti, i depositi della clientela *retail* tendono ad essere un'ancora di salvezza per una banca, per la banale ragione che per loro natura sono poco volatili.

Da questa esperienza si possono derivare una moltitudine di considerazioni, benché il parallelismo tra cartolarizzazione e crisi finanziaria di portata globale abbia già riscosso sufficienti proseliti presso la comunità internazionale da non destare più meraviglia.

---

<sup>1</sup> *Deleveraging*: a livello microeconomico si tratta di una pratica attraverso la quale un'entità mira a ridurre la propria esposizione debitoria nei confronti di altri soggetti. Tale riduzione, motivata in genere dalla necessità di premunirsi in via precauzionale da ingenti perdite previste a causa dell'avvento potenziale di un ciclo economico negativo, viene compiuta per mezzo della cessione di asset di proprietà, generando così sufficiente cassa per ripagare i creditori dei mezzi forniti.

<sup>2</sup> BERTOLOTTI, SHIN, *From Mary Poppins to Northern Rock: reflections of modern bank runs in Mercato Concorrenza Regole*, 2009, p. 79-94.

Senza dunque volersi addentrare in una palude costituita da banali invettive nei confronti di istituzioni poco vigili, di seguito si forniranno alcuni cenni storici sulle fasi che hanno preceduto l'affermazione della cartolarizzazione quale elemento a disposizione dell'arsenale di una banca per garantire la prosecuzione dell'attività di cessione del credito e raccolta del risparmio.

Ritengo anzitutto opportuno definire in via generale cosa si intende, ad oggi, con il termine cartolarizzazione. Generalmente, essa risponde all'esigenza di rendere liquidi determinati crediti attraverso l'imputazione degli stessi a particolari veicoli societari deputati all'emissione di titoli il cui collocamento è funzionale al pagamento dei crediti oggetto di cessione. Essa è dunque uno strumento che garantisce ad un istituto di credito di liberarsi dalla zavorra costituita da crediti a lungo termine mediante la conversione degli stessi in liquidità, costei funzionale a ripetere il ciclo di emissione di crediti in un arco temporale di molto ridotto.

Le prime orme di un utilizzo primitivo di cartolarizzazioni si rinvennero nella Repubblica Olandese del diciassettesimo secolo<sup>3</sup> e, sebbene negli anni a venire siano apparsi altri precedenti che contribuirono a porre le radici per gli sviluppi odierni dello strumento, è solo con l'affacciarsi della seconda metà del diciannovesimo secolo che emersero le prime grandi similarità fra certe pratiche allora avanguardistiche e quelle attualmente in uso. In particolare, nel Winsconsin del 1850 una moltitudine di ferrovie furono costruite in aree rurali anticipando quella che si supponeva sarebbe stata una domanda di mezzi di trasporto in netta espansione. L'impossibilità da parte delle comunità del luogo di fornire fonti di finanziamento sufficienti a garantire uno sviluppo autonomo di tali progetti visionari costrinse l'amministrazione di tali ferrovie ad arginare la legge statale che proibiva ai residenti di finanziarne la costruzione, comunque pregiudicata dalle condizioni di ristrettezza economica in cui versavano gli abitanti. Venne dunque escogitato un sistema per mezzo del quale i piccoli proprietari ipotecavano i loro immobili in cambio di quote nei siti in costruzione. A loro volta i gerenti delle ferrovie tramutavano i mutui degli agricoltori in *Mortgage Backed Securities*<sup>4</sup>, ottenendo

---

<sup>3</sup> Sul punto si veda GOETZMANN, ROUWENHORST, *The history of financial innovation in carbon finance, environmental market solutions to climate changes*, 2008, p. 18-43.

<sup>4</sup> *Mortgage Backed Securities (MBS)*: trattasi di titoli emessi mediante la cartolarizzazione di crediti garantiti da un insieme di mutui immobiliari.

così liquidità immediata funzionale all'avanzamento dei lavori<sup>5</sup>. L'indagine del contesto storico in cui tali prodotti hanno visto i natali ci permette anche di capire come un uso incondizionato di innovazioni non ancora concettualmente interiorizzate nelle conseguenze che sono in grado di diffondere possa aver contribuito a creare la prima crisi della storia puramente economica, susseguente al panico del 1857, sopravvenuta senza apparenti cause politiche o naturali<sup>6</sup>. In questa sede non si vuole affermare che esista una stretta ed esclusiva relazione causale tra una neonata forma di accaparramento di fonti di finanziamento e una crisi propagatasi nell'intero globo, giacché dal contesto sono state escluse ragioni apparentemente più impattanti, tra le quali si possono ricordare il tracollo dell'OLITC<sup>7</sup>, l'esistenza di un ecosistema bancario non sufficientemente solido per garantire flussi di risorse adeguati nell'economia in espansione, l'inabissamento della SS Central America<sup>8</sup> e, in ultima, il fallimento della più antica società di produzione di farine e grano newyorkese, la quale si è attestato che abbia contribuito notevolmente a minare la fiducia dei consumatori.

All'affacciarsi dei “Roaring Twenties” si assisté, negli Stati Uniti d'America, ad un dilagare di fiducia sistemica nella crescita economica garantita dal settore *Real Estate*, in particolare in quei contesti urbani in cui la predilezione per l'erezione di strutture verticali venne dettata sia da ragioni architettoniche sia da logiche di massimizzazione dei profitti derivati dalle locazioni immobiliari. I permessi per la costruzione di strutture residenziali crebbero vertiginosamente, specificatamente in alcune aree selezionate, come la Florida o lo stato di New York. Complessivamente, nell'intera nazione i valori degli immobili residenziali aumentarono del quattrocento per cento in meno di una decade (dal 1918 al 1926). La incessante crescita settoriale fu solo in parte finanziata dal comparto bancario, giacché il pubblico dei risparmiatori fornì un contributo determinante, aderendo a campagne di acquisto di partecipazioni e quote di

---

<sup>5</sup> THOMPSON, RIDDIOUGH, *déjà vu all over again: agency, uncertainty, leverage and the panic of 1857* da *Hong Kong Institute for Monetary Research*, 2012.

<sup>6</sup> HOMER, SYLLA, *History of interest rates, fourth edition*, Wiley Finance, 2005.

<sup>7</sup> OLITC: si riferisce all'Ohio Life Insurance and Trust Company, del cui fallimento si è reso colpevole il management della società, ponendo in essere una serie di operazioni fraudolente.

<sup>8</sup> SS *Central America*: fu una nave incaricata della consegna di un notevole carico (si stimano quattordici tonnellate) di oro destinato a rifocillare le casse delle banche newyorkesi.

debito di entità speculative immobiliari costituite in forma societaria. In particolare, le società immobiliari erano solite collocare bond presso il pubblico aventi come collaterale<sup>9</sup> le proprietà poste in costruzione. Si impose un movimento che introducesse sia dei precursori delle attuali forme di cartolarizzazione sia formule più eterodosse. Ad esempio, vennero introdotti i GMPCs, acronimo di *Guaranteed Mortgage Participation Certificates*, ossia titoli aggreganti mutui residenziali provenienti da zone urbane disseminate in tutto il territorio nazionale. L'emissione di tali titoli competeva tipicamente ad imprese di assicurazione che proclamavano di poter garantire un coupon pari almeno al 5%<sup>10</sup>. La struttura tipicamente adottata per il piazzamento di questi titoli si reggeva su tre soggetti distinti: la società costruttrice, il trustee<sup>11</sup> e il pubblico acquirente. La presenza del trustee era imprescindibile poiché in diversi stati venivano posti limiti oggettivi alla possibilità da parte di imprese di detenere immobili in una quota superiore rispetto a quanto dettato da necessità produttive riferibili all'attività core. Esso svolgeva un compito di intermediazione: si occupava di collocare i titoli obbligazionari presso il pubblico, assumendosi sovente l'onere irrevocabile di acquistare le quote rimaste invendute (eventualità piuttosto rara considerando la fase rialzista che connotava il periodo storico). Il pubblico dei risparmiatori concludeva il ciclo di creazione-emissione-collocamento.

La crisi che derivò dal crollo dei mercati avvenuto nel 1929 condusse il Congresso ad approvare il *National Housing Act* del 1934, componente chiave del *New Deal*. Venne inoltre creata la *Federal Housing Administration* (FHA), con l'obiettivo di salvaguardare i detentori di titoli obbligazionari dai rischi derivanti dai default delle società, nonché di favorire la ripresa del mercato immobiliare falciato dall'esplosione della bolla. Nel 1938 venne emendato il NHA con il proposito di creare la *Federal National Mortgage Association* (FNMA), detta altrimenti *Fannie Mae*, al fine di irrorare di liquidità le banche tempestate da richieste di finanziamento che erano impossibilitate ad evadere, tentando di porre rimedio all'esodo che si sarebbe creato se fosse stato consentito che un tasso di

---

<sup>9</sup> *Collaterale*: è l'attività che viene posta a garanzia di un'obbligazione.

<sup>10</sup> Per una più compiuta disamina si veda GOETZMANN, NEWMANN, *Securitization in the 1920's*, NBER Working Paper Series, 2010.

<sup>11</sup> *Trustee*: nell'istituto giuridico del Trust, il Trustee ricopre la figura del soggetto a cui sono imputati i beni trasferitegli dal Settlor, amministrandoli nell'esclusivo interesse del beneficiario.

pignoramento del 25% sul totale degli immobili di proprietà potesse seguire il suo naturale corso. La liquidità proveniente dalle casse federali sarebbe servita a rimpinzare il comparto immobiliare, promuovendo un mercato dei mutui più stabile, efficiente e rispondente alle esigenze della popolazione. Nel 1968 *Fannie Mae* venne splittata in due distinti organi: il primo mantenne il nome d'origine (ossia *Fannie Mae*) e fu incaricato di acquistare mutui convenzionali dagli emittenti al fine di garantire un maggior flusso di liquidità per gli stessi, mentre il secondo prese il nome di *Government National Mortgage Association* (GNMA), talvolta abbreviato in *Ginnie Mae*, delegato ad assicurare mediante garanzia governativa i bond emessi dalla FHA e dalla *Veterans Administration*. Allo stesso periodo risale la previsione che dispose la privatizzazione di Fannie Mae, rendendola a tutti gli effetti una società sostenuta da capitali privati.

L'insediamento di queste due entità paragovernative portò negli anni all'escogitazione di vari espedienti per la risoluzione di altre problematiche che infettavano il mercato dei mutui. Anzitutto perdurava il problema della non omogeneità della quantità di fondi disponibili e delle condizioni di prestito tra le varie zone della nazione, inoltre vi era l'impossibilità di effettuare compravendite di mutui nel mercato secondario. Per rispondere a queste esigenze, la Ginnie Mae creò, nel 1970, il primo vero mortgage backed security, che garanti la possibilità di assemblare mutui afferenti alla stessa tipologia sfruttandoli come collaterale per l'emissione di bond collocabili nel mercato secondario (ginniemae.gov 2021). Si presuppose così che l'allargamento del bacino dei possibili investitori nel mercato dei mutui residenziali avrebbe contribuito a rendere più economici i mutui erogati a soggetti con merito creditizio discutibile o compromesso, promuovendo indirettamente un maggior flusso di liquidità ai prestatori, e sostenendo di riflesso l'intero settore immobiliare.

Sempre nel 1970, con la finalità di espandere il mercato secondario dei mutui e di creare concorrenza all'operatività di *Fannie Mae*, venne emanato l'*Emergency Home Financial Act*, il quale si impose di istituire il *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, abbreviato in Freddie Mac. Questo soggetto di nuova introduzione si premurò di acquistare mutui direttamente da banche di piccola dimensione coadiuvando il processo di gestione del rischio di tasso di interesse altrimenti gravante su queste banche; ciò con il proposito ultimo di allargare il bacino degli attingenti ai mutui residenziali. Nel 1971



Freddie Mac emise il suo primo *Mortgage Pass-Through Certificate*<sup>12</sup>. Ci vollero dieci anni affinché, nel 1981, anche Fannie Mae collocasse il suo primo MBS.

Già all'epoca risultava evidente che per non precludere l'accesso ai mutui da parte di categorie con scarse prospettive di solidità finanziaria bisognava difendere gli istituti di credito non solo dal rischio di insolvenza di tali soggetti ma anche dal rischio derivante da potenziali innalzamenti dei tassi di interesse (determinati a monte dalla FED), che nel lungo periodo avrebbero determinato un costo da interessi eccedente il ricavo da interessi. Inoltre, il MBS, accorpendo mutui con caratteristiche omogenee, diminuiva la laboriosità richiesta per singole cessioni selettive di mutui.

Si tenga presente che il mandato sulla base del quale, ad oggi, operano Freddie Mac e Fannie Mae diverge essenzialmente nella tipologia di prestatori dai quali si approvvigionano per l'acquisto e il successivo impacchettamento dei mutui: Freddie Mac concentratasi su prestatori di servizio di ridotte dimensioni (chiamati "*Thrift Banks*"), al contrario di Fannie Mae che interagisce essenzialmente con grandi banche commerciali. In seguito, tali mutui vengono utilizzati come sottostante per l'emissione di MBS, che facilitano la reimmissione di liquidità nel sistema bancario, al quale viene consentito di ripetere il ciclo produttivo.

Nel 1983 Fannie Mae creò e immise sul mercato la prima *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO)<sup>13</sup>. Si dirà concisamente che tale innovazione rispondeva essenzialmente all'esigenza di tutelare gli investitori dal "*Prepayment Risk*". Un rimborso anticipato di un mutuo (che nella quasi totalità dei casi è conseguente ad un rifinanziamento, ovvero alla negoziazione di migliori condizioni di prestito) contrastava, e tuttora contrasta, con l'esigenza di avere flussi certi di interessi in entrata funzionali al pagamento delle cedole sugli MBS. Dal momento che la motivazione adducibile per un rifinanziamento di un prestito è data da tassi di interesse decrescenti, un rimborso anticipato si traduce nella necessità di reinvestire il capitale in entrata nei patrimoni degli investitori ad un tasso inferiore. I CMO appianavano egregiamente la questione poiché

---

<sup>12</sup> *Pass-Through Certificate*: è un titolo a cedola fissa sostenuto da un pool di mutui garantiti a livello federale e combinati da agenzie quali Freddie Mac o Fannie Mae.

<sup>13</sup> *Collateralized Mortgage Obligation*: si tratta di titoli che confezionano una moltitudine di mutui ipotecari disposti in *tranches* (classi di suddivisione), organizzati secondo il loro *risk profile*.

suddividono i mutui anche includendo, nella strutturazione delle *tranches*, il *prepayment risk* (COWAN 2003).

Nel 1984 venne promulgato il *Secondary Mortgage Market Enhancement Act* (SMMEA) che dispose che i MBS riconosciuti avere un rating maggiore o uguale ad AA fossero considerabili come succedanei dei Treasury Bond, con conseguenze che ad oggi sono piuttosto note. Infatti, fondi pensione ed altri organismi d'investimento erano tenuti a considerare il parere espresso da organizzazioni formulanti rating su titoli (sponsorizzate a livello federale), includendo in portafoglio titoli con profili di rischio/rendimento apparentemente eccezionali, ma che potevano rivelarsi ordigni pronti a detonare.

Nel 1985 si comprese che la formula del mutuo eleggeva quest'ultimo a collaterale ideale per la vendita di MBS poiché in esso erano incorporati un debito, una scadenza e un insieme di flussi di cassa attesi. Con ciò ne derivò che altri prodotti finanziari con caratteristiche analoghe avrebbero potuto assolvere ugualmente allo scopo. Infatti, in quell'anno, una società di leasing di nome Sperry Lease Finance Corporation rivelò al pubblico il primo *Asset-Backed Security* (ABS), ossia il primo titolo garantito da flussi di cassa discendenti, nella fattispecie in esame, dai pagamenti periodici saldati dai *lessee*<sup>14</sup>.

Nel 1986, al fine di facilitare l'emissione di CMO, il Congresso statunitense approvò il *Tax Reform Act*. Con esso vennero introdotti i *Real Estate Mortgage Investments Conduit* (REMIC), entità organizzate come SPV o come strumenti di debito aventi l'obiettivo di aggregare mutui ed emettere MBS. Con essi veniva facilitata la possibilità di differenziare la platea dei clienti target consentendo di acquistare bond organizzati per maturity, coupon, rischio di credito e privilegi/subordinazioni nei pagamenti, dimodoché ogni investitore potesse dare priorità a determinati aspetti a discapito di altri.

Nel 1988, grazie all'approvazione del primo Accordo di Basilea si diede rinnovata spinta propulsiva all'uso indiscriminato della cartolarizzazione, stavolta come mezzo per ridurre il *Regulatory Capital Requirement* delle banche. Si fornirà, in questa sede, una

---

<sup>14</sup> *Lessee*: nei contratti di leasing le due controparti principali sono il *Lessor* e il *Lessee*. Rappresentano rispettivamente colui che presta il bene per un tempo determinato a fronte di pagamenti periodici (ma che ne mantiene la proprietà) e colui che ne dispone materialmente e lo amministra, oltre che a saldare i canoni periodici pattuiti contrattualmente.

breve chiarificazione del perché ciò avveniva di frequente. Rammentando che il primo accordo di Basilea sanciva la necessità che ogni gruppo bancario mantenesse un patrimonio di vigilanza superiore o uguale all'8% delle attività creditizie pesate per il rischio di credito, era possibile frammentare i mutui detenuti in portafoglio in tranches strutturate in modo tale da cedere al mercato la quota di mutui "sana" e trattenere in pancia titoli che convogliavano perdite, al fine di ridurre sensibilmente il Coefficiente di Solvibilità<sup>15</sup>. Ad esempio<sup>16</sup>, si ipotizzi una banca avente \$100 milioni di mutui in portafoglio con un rating pari a BBB: su di essi l'accordo di Basilea 1 avrebbe esatto un coefficiente di solvibilità pari all'8% sull'intera somma, dato il rating piuttosto scadente (fossero stati prestiti garantiti si sarebbe reso necessario un coefficiente di ponderazione diverso, che avrebbe ridotto la copertura patrimoniale richiesta). Si supponga ora che la banca ceda i mutui ad una SPV ed emetta dei bond suddivisi in due tranches: la prima (\$80 milioni) con rating pari ad AA e la seconda (\$20 milioni) con rating pari a B, in quanto si stabilisce che la prima tranche inizi ad assorbire perdite solo qualora il primo 3% delle perdite dell'intero portafoglio di mutui siano state interamente assorbite dalla seconda tranche di bond. Se la tranche di strumenti validi viene man mano elisa dal bacino della SPV e la tranche di prodotti "tossici" viene acquisita da sussidiarie della banca Originator<sup>17</sup>, quest'ultima si troverà a dover detenere un capitale a copertura pari all'8% dei \$20 milioni, ossia \$1,6 milioni, giacché il coefficiente di ponderazione non può eccedere il 100%.

Dall'esempio succitato è facile evincere la ragione per la quale la cartolarizzazione visse un periodo di florida espansione, dopo l'accordo di Basilea dell'88. Negli anni Novanta si assistette ad un prospero progresso nelle tecniche adottate nell'ambito della finanza strutturata, e con esso cambiarono i rapporti di forza tra depositanti e banche, in quanto queste ultime realizzarono di abbisognare in minor misura dell'affluenza dei depositi allorquando potevano assicurare l'emissione di prestiti

---

<sup>15</sup> *Coefficiente di Solvibilità*: sotto Basilea 1, il coefficiente di solvibilità assolveva allo scopo di fare in modo che, a fronte dei prestiti erogati dalla banca, vi fosse una soglia di capitale non investibile in attività creditizia tipica deputato a sostenere la fiducia e solidità nel sistema bancario.

<sup>16</sup> ALLEN, *The Basel capital accords and international mortgage markets: a survey of the literature*, New York University Salomon Centre, 2004.

<sup>17</sup> *Originator*: è colui che detiene inizialmente l'attività, e che in seguito si premura di cederla alla SPV.

finanziati sostanzialmente da altri prestiti già erogati e ceduti. L'approvazione dell'Accordo di Basilea II, sebbene comportò un ammodernamento del sistema di calcolo del requisito di solvibilità (includendovi, tra gli altri, il rischio di credito quale variabile influenzante il requisito stesso), non disinnescò tutti i pericoli derivanti dall'abuso delle cartolarizzazioni, complice l'assenza della computazione nel calcolo del requisito del *Leverage Ratio*<sup>18</sup>. Fu chiaro sin da subito che l'inserimento dei rischi operativo, di credito e di mercato, sebbene riducessero la possibilità di sfruttare arbitraggi a fini di incremento della leva finanziaria data la maggiore sensibilità a variabili multiple difficilmente bypassabili, non esaurivano l'elenco dei rischi possibili. Per citare un esempio, il rischio di liquidità venne omissis tout court.

Nel 2004, ad esacerbare il problema intervenne l'approvazione da parte della SEC<sup>19</sup> di un atto che consentì alle banche d'investimento autonome di formulare individualmente modelli di stima dei rischi, i quali condussero ad un repentino innalzamento dei livelli di leva finanziaria.

Ciò che contribuì ad enfiare la bolla speculativa in modo irreversibile fu, comunque, l'applicazione del suddetto modello di business ai mutui *Subprime*<sup>20</sup>. Le *tranches* di CDO<sup>21</sup> collegate a pool di mutui subprime consentivano l'ottenimento di un doppio beneficio: in primo luogo vi era la predetta riduzione del requisito patrimoniale necessario ad ottemperare agli obblighi di legge, inoltre, nonostante la rischiosità dichiarata risibile, le *tranches* pagavano ottimi rendimenti. Il rischio ineliminabile insito nelle *tranches* AAA era evocabile solo nell'eventualità in cui il pool di mutui a garanzia fosse dichiarato inesigibile in grande proporzione<sup>22</sup>.

L'estensione del processo di cartolarizzazione ad asset maggiormente rischiosi dei *Prime Mortgages* fornì alle banche il pretesto per trasferire al mercato (*hedge funds*,

---

<sup>18</sup> *Leverage Ratio*: importante misura dell'esposizione ai rischi, determinata, in genere, come quoziente tra capitale netto dell'istituto e totale delle attività detenute.

<sup>19</sup> SEC: è la Security Exchange Commission, organismo omologo alla nostra CONSOB.

<sup>20</sup> *Subprime Mortgage*: è il mutuo residenziale che viene concesso a individui senza una passata storia creditizia o con una storia creditizia non lusinghiera.

<sup>21</sup> CDO: è l'acronimo di Collateralized Debt Obligation. Condivide molte similitudini con il MBS, con la differenza che mentre il secondo è interamente strutturato su debiti residenziali, il primo include una varietà eterogenea di strumenti, tra cui possono essere presenti addirittura MBS.

<sup>22</sup> Sul punto si veda RICHARDSON, ACHARYA, *Causes of the financial crisis in Critical Review*, vol. 21, 2009.

fondi pensione, imprese di assicurazione e altre entità) una grande fetta di rischio connaturato in tali prodotti. L'equivoco risiede nel fatto che *tranches* valutate AAA dalle agenzie di *rating* non erano necessariamente coperte da un pool di mutui a basso tasso di insolvenza, bensì potevano essere sostenute da titoli con probabilità di default molto elevata laddove erano presenti subordinazioni nell'assorbimento delle perdite rispetto alle *tranches* con rating peggiori. Esse avrebbero continuato a pagare i rendimenti provenienti da mutui performanti fintanto che le *tranches* mezzanine o junior non avrebbero assorbito l'interezza delle perdite sostenute.

Il consolidarsi della presenza di strumenti esotici, quali ABS-backed CDO's e CDO Squared, unitamente all'assegnazione di rating non riflettenti la rischiosità intrinseca dei prodotti furono determinanti per l'avvento della crisi che nel 2008 eruppe dai mercati finanziari e si propagò nell'economia reale.



## CAPITOLO II.

### EVOLUZIONE NORMATIVA

#### 1. Affermazione della cartolarizzazione in Europa.

In Italia non si è avuta una normativa che disciplinasse il settore delle cartolarizzazioni fintanto che non subentrò la legge n. 130 del 30 aprile 1999. La legge si affermò con notevole ritardo rispetto al recepimento, da parte dei paesi comunitari, di una consuetudine oramai già ben consolidata e normata oltreoceano. Si tenga presente che la cartolarizzazione, in Europa, ha subito una crescita imponente nei volumi di asset scambiati all'affacciarsi del nuovo secolo, questo per una serie di ragioni: anzitutto ha contribuito l'incremento della propensione ad investire su ABS da parte di investitori professionali, attratti dal maggior rendimento rispetto ad obbligazioni "equivalenti" e maggiormente diversificati rispetto a quanto avveniva in precedenza (dal punto di vista del *credit risk*); inoltre il processo di informatizzazione ha permesso uno scambio tempestivo di informazioni precise sui fattori che influenzano gli asset scambiati; in ultima la moneta unica ha permesso una forte integrazione dei mercati nazionali in una prospettiva europea. L'urgenza posta da questa evoluzione tempestiva ha richiesto al legislatore italiano di intervenire prima che il divario normativo con gli altri paesi divenisse incolmabile. Prima di esaminare le ragioni di un tale ritardo ritengo utile scandagliare i sistemi prescelti da altre nazioni di radice europea che presentano ordinamenti giuridici sovrapponibili al nostro.

Nel vecchio continente la prima operazione di cartolarizzazione di mutui ipotecari venne messa in atto dal Regno Unito nel 1987, paese che rimane tuttora uno dei principali attori (per volumi di emissione) nel settore. Un'ondata legiferativa si riversò sul

continente negli anni a seguire. Il Belgio<sup>23</sup> e la Spagna<sup>24</sup> promulgarono leggi specifiche nel 1992, precedute dalla Francia<sup>25</sup>, e seguite a ruota degli altri paesi.

La Francia (da esaminare in quanto vasto paese di matrice giuridica *civil law*) presenta un'evoluzione normativa piuttosto frastagliata, che ha visto un susseguirsi di disposizioni dapprima molto apprensive per poi divenire alquanto indulgenti. Dapprincipio le previsioni normative furono essenzialmente immesse nel *Monetary Financial Code* con una vasta regolamentazione contenuta in leggi specifiche approvate a cascata. Inizialmente la struttura adottata mostrava rigidità evidenti, specificamente poste in capo alla SPV, la quale poteva esclusivamente detenere crediti provenienti da entità bancarie. Inoltre, si imponeva che la SPV potesse effettuare solo un'unica emissione, e che l'oggetto di quest'ultima fossero solo titoli di capitale, e non titoli di debito. La limitazione più evidente consisteva nella facoltà di emettere solamente titoli partecipativi, in quanto il titolo di debito risulta maggiormente intrigante per gli investitori istituzionali, sia per ragioni di praticità nell'assegnazione di rating sia per questioni di composizione di portafoglio, tendenzialmente improntato ad uno sbilanciamento a favore del titolo di debito. L'evoluzione normativa si è manifestata come un susseguirsi di riforme con frequenza quasi biennale<sup>26</sup>, che hanno presto condotto all'affermazione di un quadro regolamentare molto fitto, al punto da consentire una tale flessibilità che gli operatori dei mercati hanno faticato ad esplorare integralmente<sup>27</sup>. Ad oggi la Francia presenta sicuramente prerogative che non si riscontrano altrove in merito alle fattezze assumibili da una società veicolo, tant'è vero che sono sorte entità che prendono il nome di Fondo Comune per la Cartolarizzazione (*le Fonds Commun de Créances*). Costoro mirano all'esclusivo assolvimento di due scopi: il ricevimento/acquisizione dei prestiti e l'emissione dei titoli di debito. Il fondo, non dotato di personalità giuridica, presenta parallelismi con altre entità previste

---

<sup>23</sup> Atto del 5 agosto 1992, che emendava il Financial Transaction and Market Act del 4 dicembre 1990, Belgio.

<sup>24</sup> Mortgage Securitisation Funds Act (Law n. 19/1992), Spagna.

<sup>25</sup> Legge n. 88-1201 del 23 dicembre 1988, chiamata altrimenti "Securitisation Law".

<sup>26</sup> Le riforme al *Monetary Financial Code* avvennero negli anni 1993, 1996, 1998, 1999, 2004, prima che si avesse un framework regolamentare adeguato alle esigenze degli operatori.

<sup>27</sup> ALEKNAITE, *Why the fruits of capital markets are less accessible in civil law jurisdiction or ho France and Germany try to benefit from asset securitisation*, De Paul University, 2007.



nell'ordinamento, pur non essendo accomunabile integralmente a taluna di esse. Infatti, l'insinuarsi nel sistema di una categoria che rifugge da quelle preesistenti ha permesso di sottrarla dall'applicazione delle norme del diritto comune, permettendo al legislatore di forgiare una struttura estremamente duttile. Il paradigma inizialmente adottato è stato accantonato a favore di un modello che concede al fondo di potersi articolare in ulteriori panieri, i quali possono addirittura separare i cash flow provenienti da interessi e da capitale in modo da poter destinare i proventi dei prestiti ad assolvere a differenti scopi. In pratica viene permesso al fondo di compartimentarsi in modo da facilitare l'emissione di titoli con diverse caratteristiche, anche in termine di privilegi assegnati ai contraenti. Al contempo, il fondo può decidere autonomamente di emettere sia titoli di capitale, sia titoli di debito, anche innumerevoli volte nella vita del fondo stesso, senza che esso venga costituito (e in seguito smembrato) con lo scopo precipuo di accompagnare la singola emissione. Peculiare è invece la circostanza che il fondo venga assistito da due entità: il primo attore deve identificarsi in una *management company*, la quale sovrintende all'ottenimento dei prestiti da cartolarizzare, compone le securities e si occupa del loro collocamento. Tale società può generare proventi solo con questa attività, e può occuparsi della gestione di un numero indefinito di fondi. Il secondo soggetto che coadiuva alle operazioni del fondo è il custode, che viene solitamente selezionato tra gli istituti di credito nazionali con la finalità di aprire il conto nel quale vengono depositati gli asset del fondo. In aggiunta, il custode ricopre un ruolo di supervisione nelle attività condotte dalla società gestore del fondo e, in *extrema ratio* gli viene consentito di richiedere l'allontanamento della società di gestione dal fondo. Tra i vari vantaggi adducibili al fine di giustificare la collocazione di un'entità simile in un ordinamento già saturato risiede nel fatto che il fondo non è suscettibile di compromissioni derivanti da una ipotetica procedura fallimentare, in quanto non ne è soggetto (non essendo qualificato come persona giuridica). Per tale ragione il fondo viene definito *Bankruptcy Remote*<sup>28</sup>. Riguardo la cessione dei crediti alla società veicolo, in Francia viene adottato un modello basato sulla cessione, ove il trasferimento viene perfezionato alla data di consegna di un

---

<sup>28</sup> *Bankruptcy Remote*: è un aggettivo che qualifica le entità che nell'intento di perseguire uno scopo isolano il rischio finanziario e, soprattutto, minimizzano il rischio di essere sottoposte a procedura fallimentare.

“Atto di Trasferimento” (*Bordereau*) alla società veicolo. Più nello specifico, l’atto di trasferimento non si sostanzia in un contratto siglato da entrambe le parti, bensì assume la forma di un atto unilaterale ove il fondo assume la proprietà dei crediti ivi contenuti nell’istante in cui entra in possesso del documento stesso.

In Germania delle forme primitive di cartolarizzazioni risalgono al diciottesimo secolo. Nel 1769, infatti, al termine della guerra dei sette anni, subentrarono carenze nelle quantità credito da irrogare alla nobiltà, che vennero appianate mediante l’istituzione del sistema del *Pfandbrief* da parte di Federico II, terzo re di Prussia. Attraverso l’introduzione dei *Landschaften*, associazioni in cui i nobili venivano coercitivamente affiliati, si rendeva possibile l’emissione di titoli obbligazionari finalizzati al rifinanziamento dei crediti erogati ai membri e coperti dalle garanzie, tipicamente ipotecarie, che venivano fornite per agevolare la sottoscrizione dei titoli. Venne abbozzato, così, un modello primordiale di Mortgage Backed Securities. Ad oggi i *Pfandbriefe* (cartelle ipotecarie) sono tipicamente costituiti da obbligazioni ad elevato rating garantite da pool di prestiti a lungo termine (si stima che nel 2008, questi titoli avessero un volume di emissione pari a 806 miliardi di dollari). Negli anni Novanta del secolo scorso si ebbero sporadiche emissioni di titoli cartolarizzati, percepite ostilmente da parte delle autorità teutoniche, essenzialmente per il timore che una serie di conseguenze negative si propagassero nel sistema. Questo atteggiamento fu sovvertito nei decenni seguenti e il mercato dei titoli cartolarizzati ha assistito ad un rapido mutamento, il quale però non si è traslato nella emanazione di leggi specifiche. Infatti, ad oggi, la Germania tollera ed incentiva la cartolarizzazione pur normandola partendo da un framework di leggi generali già vigenti: precisamente il Codice civile (*Bürgerliches Gesetzbuch*), il Codice Fallimentare (*Insolvenzordnung*), la disciplina del regime fiscale, la Legge Bancaria Tedesca (*Kreditwesengesetz*) unitamente ad un insieme di norme afferenti a vari statuti di sottordine. Il paese, inoltre, non ha recepito il *Trust* attraverso normative di settore, risultando esso un istituto giuridico di derivazione common law (del resto, in Italia la situazione è analoga) e, perciò, le aziende di credito e chiunque necessiti di avviare l’operazione di cartolarizzazione si premurano di escogitare degli espedienti che consentano la manovra con l’ausilio di strutture alternative o con trusts *off-shore*.

Generalmente, in alternativa al trust si utilizza una comune *GmbH*<sup>29</sup> per ricoprire il ruolo di SPV, e al fine di scongiurare l'ipotesi di bancarotta viene perimetrato l'oggetto sociale al solo espletamento dell'incarico consistente nel portare a termine operazioni di cartolarizzazione. Al limite può essere previsto che l'impresa non possa dichiarare bancarotta volontariamente mediante l'intervento dei reggenti, in modo da confinare ancora di più l'autonomia gestoria. Determinati fattori muovono comunque a pregiudizio dell'operazione, nel caso si scelga di agire con l'ausilio della GmbH: nella fattispecie deve essere apportato – contestualmente all'atto costitutivo – un conferimento pari a Euro 25.000, di cui la metà deve comparire in un conto corrente intestato alla società, perciò in contanti. In aggiunta, nonostante venga operato uno scrutinio plurifase nei confronti della società veicolo, una forma giuridica simile non scongiura mai del tutto l'ipotesi che possa essere arrecato nocumento agli interessi dei sottoscrittori, a dispetto di tutte le assicurazioni che possono essere fornite al mercato, stante l'incertezza insita in un modello fallace che si è cercato di rattoppare. L'assenza di leggi specifiche in materia di cartolarizzazione si riflette anche nelle metodologie adottate per l'imputazione dei crediti alla società veicolo. Non è insolito che si adoperi il sistema della novazione: attraverso questa pratica, i crediti vengono trasferiti dall'originator alla società veicolo tramite il rimpiazzamento dell'accordo originario con un accordo avente termini medesimi ma siglato con quest'ultima. Il debitore è sottoposto alle condizioni contrattuali previgenti con l'eccezione che il creditore è differente. I limiti della novazione sorgono nel momento in cui le cessioni riguardano un pool di crediti molto vasto, poiché non può essere svolta per aggregati. Ciò detto, la cessione permane comunque tra i metodi privilegiati data l'assenza di complicazioni insite negli effetti che estrinseca, tant'è che non abbisogna nemmeno del consenso del debitore ceduto affinché si manifesti in tutti i suoi effetti. La cessione in genere viene portata a termine mediante la vendita, stanti le stringenti previsioni disposte dall'autorità di regolamentazione del settore, la quale ha stabilito che la cessione dev'essere definitiva, non può riguardare alcun succedaneo dei crediti (bensì deve avere ad oggetto i crediti nella loro interezza) e deve avvenire senza finanziamenti da parte dell'originator alla società veicolo.

---

<sup>29</sup> *GmbH* (Gesellschaft mit beschränkter Haftung): è l'equivalente della nostra Società a Responsabilità Limitata.

In Italia la prima operazione di cartolarizzazione risale al 1990, anteriormente all'entrata in vigore della normativa suaccennata. Fu messa in atto dalla Citifin Finanziaria S.p.a., aderente al gruppo statunitense Citibank. La prima cedette alla Citicorp Investment Bank (situata a Londra) un pacchetto costituito da 210 miliardi di lire di prestiti al consumo destinati all'acquisto dell'automobile da parte di privati. Precedentemente rispetto all'introduzione della disciplina specifica, le operazioni di cartolarizzazione venivano compiute con l'ausilio di società di *factoring*<sup>30</sup> di diritto italiano, che acquisivano un pool di crediti dall'originator (a sua volta una società italiana). Mentre i crediti rimanevano imputati alla società di factoring italiana, una *Special Purpose Company* (SPC) di diritto estero si accollava l'onere di emettere delle securities, erogando contestualmente un finanziamento rimborsabile secondo i flussi di cassa percepiti dal *factor*<sup>31</sup>. Si strutturava, dunque, un'operazione che prendeva il nome di *Cross-border securitisation*, in quanto necessitava dell'ausilio di entità situate in nazioni diverse, regolate da un diritto differente. Al fine di normare le operazioni di cartolarizzazione venivano utilizzati per analogia alcuni concetti rinvenuti dalla legge sul factoring<sup>32</sup>.

Una normativa affacciata con notevole latenza rispetto agli interventi già messi in campo da altri stati ha potuto, però, beneficiare dell'esperienza accumulata e delle inefficienze osservate in altri sistemi. Infatti, al tempo in cui la legge n. 130/99 venne emanata vigevano due sistemi alternativi che permettevano di condurre operazioni di cartolarizzazione. Il primo sistema veniva tipicamente adottato dai paesi con matrice giuridica *common law*. Si tratta del sistema tradizionale che prevede la presenza di tre soggetti portatori di interessi distinti. Vi è anzitutto un originator, preposto ad alienare dei

---

<sup>30</sup> *Factoring*: è un contratto mediante il quale un soggetto, denominato "cedente", si impegna nella cessione di crediti esistenti (o futuri), che verranno acquisiti da un altro soggetto, detto "*factor*". Quest'ultimo, a fronte di pagamenti consistenti in interessi o altre commissioni, garantisce la esecuzione di un insieme di prestazioni, tra cui la contabilizzazione, la gestione, l'eventuale garanzia a scadenza o il finanziamento anticipato. La cessione può avvenire alternativamente con le formule *pro soluto* oppure *pro solvendo*.

<sup>31</sup> GIOVANDO, *L'operazione di securitization. Analisi dei processi di rilevazione e di gestione*, Giappichelli editore, 2021.

<sup>32</sup> *Legge sul Factoring*: Legge 21 febbraio 1991, n. 52, pubblicata G.U. del 25 febbraio, n. 47, recante «Disciplina della cessione dei crediti di impresa».

crediti e ad imputarli ad una società veicolo, il quale non ha altro fine se non quello di intermediatore in un'operazione che ha come scopo quello di rendere liquidi dei titoli illiquidi. Infatti, lo SPV non detiene capitali funzionali allo svolgimento di un'attività d'impresa (oppositamente alla società di factoring), e si prefigge di reindirizzare le risorse ottenute dall'emissione di securities all'originator, dimodoché quest'ultimo ottenga liquidità necessaria a soddisfare le esigenze che hanno motivato la cessione avvenuta a monte. Il vantaggio di questa struttura si colloca nell'estraneità della società veicolo rispetto alle dinamiche che possono coinvolgere l'originator qualora mantenga la titolarità dei crediti, specificamente per quanto concerne gli eventuali privilegi che potrebbero vantare alcuni creditori rispetto ai detentori dei titoli in caso di dichiarazione dello stato di liquidazione. Lo SPV fornisce una tutela addizionale agli acquirenti delle securities poiché essi si interfacciano con un ente privo di interessi paralleli rispetto a quello già menzionato. Negli ordinamenti anglosassoni la tutela agli investitori è insita nella separazione patrimoniale dei c.d. "receivables" rispetto al patrimonio proprio (di entità minima) dello S.P.V. I crediti ottenuti dall'*originator* sono esclusivamente posti a garanzia degli investitori e costituiscono l'unico mezzo di protezione che si accompagna agli eventuali meccanismi di *credit enhancement* provenienti da entità distinte. La garanzia costituita essenzialmente dalla segregazione patrimoniale, che esclude diritti e/o pretese dei prenditori dei titoli sul patrimonio dello S.P.V. o dell'*originator* prende il nome di "*limited recourse obligation*"<sup>33</sup>.

Nei sistemi *civil law* il meccanismo talvolta richiede un grado di complessità superiore in quanto è possibile che si preveda la creazione di un fondo deputato al contenimento dei crediti uscenti dalle disponibilità dell'*originator* (come nel caso francese). Il fondo abbisogna, naturalmente, di un gestore che si occupa dell'amministrazione dei crediti depositati nonché dell'emissione dei titoli necessari a finanziare il trasferimento. In Italia, però, si è preferito indirizzare gli sforzi del legislatore alla creazione di un sistema che poggia su pilastri *common law*, dove la creazione di una SPV viene prediletta rispetto all'istituzione di un fondo deputato all'imputazione dei crediti.

---

<sup>33</sup> RUCELLAI, *I problemi legati allo sviluppo della securitization in Italia: prospettive e soluzioni in Giurisprudenza Commerciale*, 1995, p. 114.

All'epoca della discussione del disegno di legge che avrebbe introdotto in Italia la neonata disciplina sulla cartolarizzazione, in Inghilterra la situazione divergeva ulteriormente da quella intercorrente nei paesi suddetti. Brevemente si dirà che i crediti potevano essere trasferiti attraverso tre istituti giuridici alternativi: attraverso l'utilizzazione l'*assignment*, il quale trasla al cessionario i diritti provenienti dai vari finanziamenti (a sua volta suddivisibile in *statutory assignment* e *equitable assignment*, a seconda che il cessionario acquisisca, rispettivamente, sia i "*beneficial*" che i "*legal rights*" oppure solo i primi); mediante l'impiego della "*novation*", pressappoco sovrapponibile alla nozione italiana di novazione (ove si prevede l'estinzione di un'obbligazione fra due parti in favore della nascita di una nuova obbligazione, mutata nel titolo e nell'oggetto); infine, tramite l'utilizzo della "*participation*", ove il cessionario non acquisisce dei diritti sui crediti ceduti, bensì si limita ad anticipare le somme necessarie all'*originator* in attesa che costui percepisca gli introiti dei prestiti necessari al rimborso dell'ammontare percepito in qualità di finanziamento, trasferendo al cessionario la quasi interezza del rischio di credito<sup>34</sup>.

## **2. Operazioni di Cartolarizzazione in Italia prima della legge n. 130/1999.**

Prima dell'entrata in vigore della legge in oggetto, una società italiana che deteneva un portafoglio di crediti che necessitava di smobilizzare veniva posta dinnanzi ad una serie di procedure alternative, che si prefissavano di raggiungere lo scopo con mezzi – e talvolta risultati – differenti. La prima opzione sarebbe stata quella di attendere il decorso naturale dei crediti, rientrando dall'esborso inizialmente elargito grazie ai flussi provenienti dai crediti sani, sopportando al contempo le perdite provenienti dai crediti incagliati. In alternativa si sarebbe potuto cedere uno o più crediti dell'intero portafoglio

---

<sup>34</sup> PLAIA, *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana del 30 aprile 1999, n. 130. Profili comparatistici in Giurisprudenza di merito*, 2000, p. 488.

ai sensi dell'art. 1260 C.c.<sup>35</sup> o procedere al loro sconto ai sensi dell'art. 1858 C.c.<sup>36</sup>, con tutti i limiti che ne derivano. Diversamente, anche il ricorso alla cessione di rapporti giuridici individuabili in blocco disciplinata dall'art. 58 del Testo Unico Bancario<sup>37</sup> sarebbe risultata viabile. In ultima si sarebbe potuto ricorrere alla cessione *pro-soluto* o *pro-solvendo* di uno o più detti crediti ad una società di factoring<sup>38</sup>.

Generalmente il meccanismo era improntato sulla *Cross-border Securitisation* che, come già succintamente accennato, richiedeva un'organizzazione molto complessa: la SPV di diritto italiano si limitava ad acquisire i crediti, i quali permanevano nel suo portafoglio, mentre una SPC effettuava l'emissione dei titoli. Al fine di finanziare l'acquisto dei crediti, la società veicolo otteneva un prestito da una *Conduit Bank*, la quale veniva rimborsata dai flussi in entrata provenienti dal collocamento dei titoli di debito ottenuti dalla SPC. Si tenga presente che un'articolazione così frastagliata era mandatoria se si constata che la disciplina insita negli artt. 1264-1265 C.c., inerente i rapporti intercorrenti con il debitore ceduto, mal si adattava alla conduzione di operazioni di *securitisation* <sup>39</sup>. Infatti, l'art. 1264 C.c. sancisce come «la cessione ha effetto nei confronti del debitore ceduto quando questi l'ha accettata o quando gli è stata notificata», mentre all'articolo seguente si afferma che «se il medesimo credito ha formato oggetto di cessione a più persone diverse, prevale la cessione notificata per prima al debitore, o quella che è stata prima accettata dal debitore con atto di data certa, ancorché essa sia di data posteriore». Inoltre, il ricorso a società di diritto estero era in parte giustificata sia dalla proibizione di emettere obbligazioni in un importo eccedente il capitale sociale sancita dall'art. 2410 C.c., sia dalla normativa fiscale sugli interessi sui titoli che

---

<sup>35</sup> Art. 1260 Codice civile: è l'articolo che disciplina la cedibilità di crediti, il quale consente al creditore di trasferire a titolo oneroso o gratuito un proprio credito purché non abbia carattere strettamente personale o il trasferimento non sia vietato dalla legge.

<sup>36</sup> Art. 1858 Codice civile: è l'articolo che disciplina lo sconto bancario, ossia il contratto con il quale la banca anticipa al cliente l'importo di un credito verso terzi non ancora scaduto mediante la cessione pro-solvendo del credito stesso (e mediante la ritenzione di un interesse).

<sup>37</sup> Art. 58, d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (TUB): è l'articolo che disciplina la cessione di rapporti giuridici.

<sup>38</sup> MODULO, ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, CEDAM, 2000.

<sup>39</sup> SANTORO, *La cartolarizzazione dei crediti: il disegno di legge e l'iter parlamentare*, Luiss Guido Carli, 2001.

disponeva l'applicazione di una ritenuta alla fonte anche agli interessi percepiti da detentori esteri. Ad aggravare la situazione contribuiva la delibera del CICR del 3 marzo 1994 che estendeva i limiti previsti per le emissioni di titoli obbligazionari dall'art. 2410 C.c. anche ai valori mobiliari differenti dalle obbligazioni. Si tenga presente che la cautela nell'approccio del legislatore si imponeva in ossequio alla previsione dettata dall'art. 2740 C.c. riferito alla responsabilità patrimoniale, il quale afferma che «il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri». Un'emissione eccedente il capitale proprio avrebbe in qualche modo invalidato questo principio, minando agli interessi dei possessori dei titoli.

La scelta compiuta dal legislatore al momento di delineare le fattezze assunte dal veicolo nel quale i crediti sarebbero stati imputati non si è orientata al modello francese che prevede l'istituzione di un fondo. Questo perché si è evinto che un fondo depositario che dirama le proprie mansioni a sua volta alla *Management Company* e al custode conduce a costi elevati e a inerzia burocratica. Il legislatore nazionale, perciò, ha preferito virare verso un sistema di stampo *common law*.

### **3. Il precedente normativo fornito dall'art. 13 della l. 23 dicembre 1998, n. 448.**

Si può affermare che il passaggio da una situazione scarna di norme di settore ad un panorama degno di una legge quadro si è manifestato con una certa gradualità. Dapprima la cartolarizzazione dei crediti fu introdotta in Italia per sgravare la pubblica amministrazione dalle procedure di gestione ed incasso dei crediti contributivi. Al primo comma dell'art. 13 della legge 23 dicembre 1998, n. 448, infatti, si afferma che «in deroga a quanto previsto dall'art. 8 del decreto-legge 28 marzo 1997, n.79, convertito, con modificazioni, dalla legge 29 maggio 1997, n. 140, i crediti contributivi, ivi compresi gli accessori per interessi, le sanzioni e le somme aggiuntive [...] sono ceduti a titolo oneroso, in massa, anche al fine di rendere più celere la riscossione». Al comma secondo la norma introduce la garanzia dello Stato sui crediti ceduti, accordata, in tutto o in parte, con decreto dell'allora vigente Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione



economica. Si consideri che, sempre al secondo comma, viene altresì stabilito che «tipologie e valore nominale, prezzo iniziale, modalità di pagamento dell'eventuale prezzo residuo nonché le caratteristiche dei titoli da emettersi e dei prestiti da contrarre ai sensi del comma 5 e le modalità di gestione della società ivi indicata sono determinati con uno o più decreti del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica di concerto con i Ministri delle finanze e del lavoro e della previdenza sociale». Viene istituita, dunque, una pervasiva vigilanza da parte dello Stato su buona parte degli aspetti che caratterizzano l'operazione di cartolarizzazione.

Al fine di bypassare il già menzionato art. 1264 del Codice civile il terzo comma dell'art. 13 asserisce la non applicabilità del suddetto articolo (inerente ai requisiti da soddisfare affinché la cessione dei crediti abbia effetto, tra cui la notificazione al debitore ceduto) in favore dell'applicazione dell'art. 5 della legge 21 febbraio 1991, n.52 (concernente la disciplina della cessione dei crediti d'impresa). Quest'ultimo articolo, in particolare, enuclea al primo comma i soggetti a cui è opponibile la cessione dei crediti «qualora il cessionario abbia pagato in tutto o in parte il corrispettivo della cessione e il pagamento abbia data certa».

Il quarto comma identifica in una società per azioni l'entità che sarà gravata dell'onere di acquistare e cartolarizzare i crediti definiti al primo comma. Esso prosegue affermando che i crediti ottenuti dall'INPS, nonché le garanzie e i diritti detenuti a tutela dei portatori dei titoli emessi, debbono confluire in un patrimonio separato da quello della società. Tale patrimonio è accantonato per garantire la prelazione ai detentori dei titoli emessi nel soddisfacimento delle loro pretese e, una volta esaurite queste ultime, viene liberato in favore dei creditori della società.

Al quinto comma si dispone che la società provvede a finanziare l'acquisto dei crediti mediante l'emissione di titoli o la contrazione di prestiti. In seguito, al comma undicesimo, si prescrive che le somme ottenute a fronte della riscossione dei crediti sono in via prioritaria destinate al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi. Le società che ottengono in concessione l'attività di riscossione dei crediti, che segue all'acquisto, non agiscono, però, in modo del tutto discrezionale. Infatti, viene stabilito che l'amministrazione finanziaria trattiene ed esercita arbitrariamente il potere di svolgere dei controlli a campione per verificare l'efficienza della gestione delle riscossioni.

L'operazione di cartolarizzazione orchestrata dall'INPS è stata in seguito regolamentata dal d.l. 6 settembre 1999, n. 308 (poi convertito dalla l. 5 novembre 1999, n. 402), intitolato "disposizioni urgenti in materia di cessione e cartolarizzazione dei crediti INPS, nonché di società per la gestione dei rimborsi". In una fase successiva, anche all'INAIL è stata garantita la possibilità di cartolarizzare propri crediti. Ulteriori interventi minori hanno via via mirato a dettagliare più approfonditamente questioni ancillari, come ad esempio l'ammontare minimo delle tipologie di crediti INPS da trasferire alla società che si occupa della cartolarizzazione.

Attraverso questa legge, la cartolarizzazione è stata inoculata nel sistema più tenuamente, in modo da estenderla successivamente ad un livello più complessivo mediante l'instaurazione del regime ad oggi vigente della cartolarizzazione, così come disciplinata dalla legge n. 130/1999, che costituisce l'architettura su cui si fondano tutte le operazioni di securitisation.

#### **4. Le premesse a fondamento del D.d.l. precursore della l. 130/1999.**

È già stata compiuta un'enumerazione sommaria dei benefici potenzialmente arrecabili dalle operazioni di cartolarizzazione, tra i quali, ad oggi – in un panorama meno costellato da arbitraggi regolamentari ingiustificatamente presenti – possono essere menzionati la liquidazione di immobilizzazioni finanziarie, la minore necessità di contrarre debiti a copertura di esigenze impellenti di liquidità, la minore esposizione al rischio di controparte e la possibilità di vedersi attribuiti rating elevati su esposizioni scarsamente garantite dovuta alla frammentazione in classi di rischio della massa di titoli emessi<sup>40</sup>. Queste ragioni vennero analizzate, contestualmente ai rischi che si ponevano data l'importazione di un istituto giuridico sconfinante dal perimetro dell'ordinamento, in sede di dibattito parlamentare durante l'intero iter che portò all'emanazione della legge in esame.

---

<sup>40</sup> Per un approfondimento dei vantaggi prospettabili dalla messa in opera di un'operazione di *securitization* si veda MODULO, ZACCAGNINI, *op. cit.*, p. 76 ss.

L'iter ebbe inizio il 7 luglio 1998, quando l'allora Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica Carlo Azelio Ciampi, di concerto con il Ministro delle Finanze Vincenzo Visco presentarono un disegno di legge alla Camera dei deputati (Atto Camera: 5058) recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti".

La legge, di iniziativa governativa, venne in seguito assegnata dal Presidente della Camera alla Commissione permanente competente per la materia cui si rifà il contenuto del disegno di legge che, nella fattispecie, coincise con la VI Commissione Finanze. Nella premessa racchiusa nella presentazione venne fatto cenno alla necessità di usufruire dei benefici economici provenienti da uno stimato giro di affari pari a centomila miliardi, limitandosi ad osservare il settore bancario. Somma ancor più estesa se si fossero considerati nella stima i settori commerciali ed industriali, dei quali si rendeva difficoltoso inferire delle cifre attendibili. Gli scopi auspicati dai sostenitori vennero ricondotti alla miglior efficienza allocativa del sistema finanziario, che si sarebbe ottenuta in seguito ad una ricomposizione del portafoglio degli istituti di credito. Infatti, emerse la possibilità che le banche riuscissero, nonostante i limiti imposti dai requisiti di solvibilità, a liberare risorse da investire in prodotti con diverso profilo rischio/rendimento senza il rischio di esondare dagli argini posti dalla sorveglianza. L'intervento si decantò che sarebbe intervenuto anche sulle situazioni di sotto-patrimonializzazione cronica di certi istituti, permanentemente ingessati dall'impossibilità di estromettere dal bilancio gli *asset* a lunghissima scadenza. Un'altra esternalità positiva sarebbe provenuta dalla creazione di un mercato "interbancario" entro il quale gli istituti di credito avrebbero potuto delineare il profilo temporale degli impieghi cedendo attività a lunga/breve scadenza a fronte di attività a breve/lunga scadenza, parificando i tassi di interesse e mutando artificialmente – a valle – il livello di differenziazione dell'offerta.

Il disegno di legge confermava l'intenzione di creare un'impalcatura congruente con il modello anglosassone. Tale modello, come accennato in precedenza, prevede nella sua forma elementare l'adesione di tre soggetti: vi è anzitutto un *originator* con il compito di cedere i crediti in blocco depurandoli dal proprio bilancio; vi è una società veicolo (chiamata anche Concessionario) specializzata nell'acquisizione di tali crediti e nell'emissione di titoli, direttamente o indirettamente; infine, vi sono gli investitori finali. Costoro non vennero specificatamente individuati, in quanto si propose che la compagine

dei potenziali acquirenti non dovesse limitarsi agli investitori istituzionali ma potesse includere anche gli operatori in Borsa.

La peculiarità delle singole emissioni giaceva nella segregazione dei lotti dei crediti, gli uni tra gli altri. Una compartimentazione di questo tipo avrebbe permesso emissioni garantite dalla massa di crediti acquisita di volta in volta anziché dal complesso del patrimonio della società. In aggiunta venne richiesta, al fine di consentire alle società veicolo di espletare questo compito, la disapplicazione degli artt. 2410 ss. C.c. laddove ponessero dei limiti all'emissione o la condizionassero al soddisfacimento di determinati prerequisiti.

Da ultimo si ribadì la necessità che l'entità cedente non si deresponsabilizzasse, una volta avvenuta la cessione formale (ancorché *pro-soluto*), circa l'eventualità che determinati debitori risultassero poi insolventi, nel caso questo fatto esponesse i detentori dei titoli a scenari non preventivati. Genericamente venne disposto che l'istituto alienante fornisse comunque una sorta di garanzia residuale, anche a causa di una necessità procedurale, dal momento che esso è tenuto a perdurare nell'incasso dei crediti, non potendo demandare ad altri il compito.

Nel seguito venne concisamente fornita una panoramica piuttosto scarna dei sistemi surrogati all'epoca vigenti in altri ordinamenti giuridici. Fondamentalmente si suggerì l'esistenza del sistema franco-iberico già illustrato in precedenza, che però avrebbe necessitato dell'istituzione di fondi comuni nei quali riversare i crediti. Inoltre, emerse la possibilità di attuare l'operazione con il soccorso di un *trust*.

I modelli alternativi sovraesposti vennero già allora considerati con diffidenza per una serie di ragioni: anzitutto per il fatto che l'istituzione di un fondo comune (necessitante di organi ancillari per il completamento congiunto della funzione *core* e della vigilanza) risultava già allora onerosa e, in aggiunta, per la atavica riluttanza dell'investitore italiano a orientarsi verso l'investimento in fondi, che solo alla data di stesura di questo elaborato risulta aver subito un mutamento, seppur attenuato<sup>41</sup>. Infatti la scarsa educazione finanziaria, unitamente alla quasi inesistente propensione al rischio, alla diffidenza verso prodotti del mercato finanziario e al retaggio culturale ereditato dalle

---

<sup>41</sup> LINCiano (coordinatore gruppo di ricerca), *Report on Financial investments of italian household*, CONSOB, 2020.

generazioni precedenti (omettendo in questa sede gli altri cofattori che rivestono un ruolo più marginale nello spiegare il divario con gli altri paesi) hanno determinato, e in parte determinano tuttora, una maggiore reticenza nell'immissione e collocamento di prodotti di finanza strutturata presso il grande pubblico.

Nonostante ciò, la relazione presentata in commissione non emarginò l'opportunità di includere il modello su base "fondo d'investimento" come percorso viabile da parte di coloro che avessero voluto usufruirne, predisponendo la legge all'inclusione di questa differente struttura. Identica affermazione può essere traslata al *trust*, dal momento che le premesse furono le stesse, nonostante poi la legge finì per arenarsi. Infatti, si farà accenno al fatto che la disciplina del *trust* in Italia ha seguito un percorso pregno di interruzioni e ostacoli poiché, successivamente alla ratifica della Convenzione dell'Aja del 1985 (avvenuta nel 1992), vi furono diversi tentativi vani orientati a disciplinare l'istituto, anziché limitarsi a riconoscerlo nella sua esistenza<sup>42</sup> tollerandone passivamente l'uso.

Nella Relazione n. 5058 venne attribuito un peso notevole al ruolo rivestito dalla società di *rating* nell'attribuire un giudizio all'emissione qualora essa preveda il collocamento dei titoli presso il pubblico, ciò in virtù dell'asimmetria informativa, altrimenti incolmabile, che è naturale che viga tra i prenditori e l'emittente, qualora i primi non siano investitori istituzionali (che si suppongono dotati di strumenti tali da poter porre in essere contromisure adeguate operando con una diligenza superiore).

Stante il freno posto dalla regolamentazione insufficiente fino ad allora vigente, nella relazione si prometteva che con l'introduzione della legge vi sarebbe stato un incremento del gettito tributario – non specificato nelle cifre – con un netto positivo incassabile dall'erario derivante, perlopiù, dall'applicazione di un'aliquota del 12.5% sugli interessi maturati dai titoli emessi e, marginalmente, dall'intero indotto creato dai servizi ancillari che sarebbero stati strumentali per la conclusione dell'operazione.

---

<sup>42</sup> Un vano tentativo fu rappresentato dalla proposta di legge N. 5194 (Benvenuto), presentata il 16 novembre 1999, orientata a disciplinare le società fiduciarie e i *trust*. La proposta venne esaminata in commissione ma fu stralciata in assemblea. Altri tentativi contestuali di intervento seguirono una sorte analoga, ad esempio la proposta di legge N. 6547 (Rabbito), che fu solamente ispezionata in commissione prima di essere dimenticata.

Vennero inoltre fornite rassicurazioni sull'eventualità che la legge potesse subire strumentalizzazioni da parte degli istituti di credito che, gravati dal peso di crediti incagliati, trovassero un incentivo per spalmare il rischio di credito sul mercato, anziché convivere con le conseguenze delle proprie inefficienze operative. Difatti si postulò che, sulla scia di quanto affermato dall'ABI<sup>43</sup>, la cartolarizzazione di crediti deteriorati sarebbe stata accidentale in quanto l'obiettivo cruciale riguardava l'irrobustimento della struttura creditizia del sistema bancario quale effetto collaterale positivo dell'allineamento alle normative più avanzate. In ogni caso i crediti problematici avrebbero inciso, nel totale del volume da cartolarizzare, per circa il 20%.

L'operazione avrebbe dovuto, inoltre, arrecare benefici in termini di coerenza tra dati contabili e dati fattuali. Infatti, poteva darsi che gli istituti di credito mantenessero in bilancio crediti svalutati meno che proporzionalmente al grado di perdita attesa reale. Il dilemma dell'emersione di tali minusvalenze sarebbe stato definitivamente accantonato attraverso la cartolarizzazione, poiché i crediti sarebbero stati ceduti *sic et simpliciter*, e il prezzo d'incasso avrebbe riflettuto approssimativamente il valore che il mercato attribuiva alla massa di crediti (a scampo di connivenze tra agenzie di rating e istituti bancari o di altri meccanismi perversi di alterazione delle meccaniche di attribuzione del prezzo).

Fu dato anche ampio spazio ad un'analisi prognostica degli effetti che si sarebbero riversati sulle fonti di gettito percepito dall'erario. Come detto, il gettito sarebbe stato positivo per un margine risicato, nonostante si sia reso necessario effettuare un accantonamento per una perdita, seppur potenziale, di circa 2 miliardi di lire su sette anni.

## **5. Temi controversi nella proposta di legge n. 5058.**

Nella formulazione della proposta di legge presentata in assemblea non vennero meno le obiezioni provenienti da una parte della dottrina di merito reduce dall'esperienza italiana con la *securitization* attuata attraverso società di factoring e portavoce del

---

<sup>43</sup> ABI (Associazione Bancaria Italiana): è un'associazione volontaria priva di finalità di lucro che, stando allo statuto, promuove iniziative di crescita sostenibile del settore bancario, incentivando la legalità e la sana e prudente gestione degli istituti, nonché l'innovazione.

successo di certe esperienze globali. Una serie di controversie si stabilirono dapprima in merito al ruolo dello S.P.V. e alla forma attribuitegli dal legislatore.

Procedendo per gradi, dal dettato normativo del d.d.l. si evince che lo S.P.V. è, di fatto, una società di capitali autonoma e, in quanto tale, perseguente uno scopo di lucro. Ciò si ricollega a quanto stabilito dall'art. 2247 C.c., asserente che “con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili”. Già definendo lo S.P.V. “società” si commette l'effetto di avvinghiare in qualche modo la sua disciplina a quella dell'imprenditore (art. 2082 C.c.). È utile considerare, inoltre, che il comma terzo dell'art. 3 del d.d.l. dispose che lo S.P.V. sarebbe stato sottoposto alla disciplina contenuta nel Titolo V del T.U.B., e alle norme sanzionatorie corrispondenti previste dal Titolo VIII; equiparando su un piano concettuale la società veicolo ad un qualsivoglia intermediario finanziario non bancario.

Contestualmente alla “società per la cartolarizzazione” veniva posto un obiettivo strumentale al perseguimento della finalità insita all'operazione nel suo complesso, ovvero quello di attuare la segregazione patrimoniale, concetto ricavabile dal Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (d'ora innanzi T.U.F.) all'art. 22 che afferma, in sostanza, che ogni somma o strumento finanziario detenuti a qualsiasi titolo da un intermediario finanziario, che siano di pertinenza dei clienti, costituiscono un patrimonio separato sia da quello dell'intermediario sia da quello di altri clienti. Si sarebbe addivenuto ad una separazione patrimoniale assoluta, stante la completa estraneità dello S.P.V. rispetto all'*originator*.

Le motivazioni che giustificarono la diffidenza di certi autori<sup>44</sup> ammiccavano all'apparente incompatibilità tra lo scopo professato della separazione patrimoniale e il disposto dell'enunciato che prevedeva da un lato, la strutturazione dello S.P.V. in società di capitali e, dall'altro, la capacità di condurre più di una singola operazione di cartolarizzazione. Su quest'ultimo punto si venne a determinare un assetto inusuale rispetto all'impianto adottato generalmente in altre giurisdizioni, ove la società veicolo, in quanto entità depositaria delle attività creditizie oggetto della singola operazione,

---

<sup>44</sup> RUCCELLAI, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità in Giurisprudenza Commerciale*, 1999, p. 436.

veniva sovente disgregata seguitamente al raggiungimento dello scopo. L'astio e nei confronti della stesura apparentemente superficiale del d.d.l. fu frutto di una serie di ragioni che di seguito verranno enumerate ed esposte, sebbene all'atto dell'approvazione della legge molti aspetti furono profondamente emendati.

Si parta dal postulato che allo S.P.V. si richiedeva di assumere la duplice veste di società emittente (in assenza di un *issuer*) e di strumento atto a garantire la separazione patrimoniale tramite il riconoscimento della personalità giuridica distinta e autonoma. Esso non era tenuto a produrre utili e doveva risultare non aggredibile da parte di creditori che non coincidessero con i detentori dei titoli. La possibilità affidatogli di gestire una moltitudine di operazioni in ottica imprenditoriale non solo lo poneva a rischio di insolvenza, ma secondo l'autore testé citato – sulla scia di quanto accaduto con le SIM, dove nonostante le previsioni di legge disponenti il contrario vi sono stati casi episodici di confusione patrimoniale – lo sottoponeva al rischio che i patrimoni si amalgamassero (*commingling*<sup>45</sup>), rischio esponenzialmente crescente al moltiplicarsi delle operazioni. Ad esasperare la situazione contribuiva anche il fatto che, stando all'allora vigente disciplina del T.U.B., la società veicolo avrebbe potuto assumere differenti vesti societarie: quella di S.r.l., quella di S.p.a. o quella di S.a.p.a.; determinando così la necessità che tali entità possedessero una dotazione patrimoniale minima, ponendosi perciò in contrasto con la prassi internazionale che vede tali società prive, o quasi, di capitale. Su questo punto si noti che negli ordinamenti anglosassoni gli S.P.V. costituiti al mero scopo di emettere A.B.S. sono dotati di Capitalizzazione Sottile (*Thin Capitalization*) ossia di un capitale puramente nominale. La necessità che si abbiano minori dispendi possibili fa sorgere l'esigenza che non si abbia immobilizzo di capitale; il che viene convalidato dalla circostanza che allo S.P.V. viene inibito intraprendere altre operazioni non riconducibili alla realizzazione della cartolarizzazione. Inoltre, un capitale consistente richiederebbe

---

<sup>45</sup> *Commingling*: termine utilizzato per definire la commistione di patrimoni in origine separati per ragioni di necessità. Nella fattispecie in esame riguarda la commistione tra il portafoglio crediti e il patrimonio della società emittente.



un'amministrazione, la quale a sua volta determinerebbe maggiori costi in termini di personale o di risorse impiegate<sup>46</sup>.

Altre incertezze vertevano sul ruolo fufoso svolto dal *security agent* menzionato all'art. 2, comma 2, del disegno di legge. Esso dispone che «i servizi indicati nel comma 1, lettera *d*) [riscossione dei crediti ceduti e servizi di cassa e pagamento], sono svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art 107 del T.U.B., i quali verificano che le operazioni siano conformi alla legge e al programma». Posto che i detentori dei titoli emessi a seguito dell'operazione si trovano in conflitto di interesse con la società emittente (dati gli interessi contrapposti), le obiezioni al d.d.l. riguardavano il punto in cui si ometteva di inserire una disposizione che attribuisse al *security agent* (che avrebbe dovuto avere la totale autonomia dallo S.P.V.) l'esclusiva di condurre in giudizio lo S.P.V. in nome proprio e per conto dei possessori di A.B.S. al fine di evitare che questi ultimi agissero in modo caotico e che si presentassero in giudizio creditori non legittimati.

---

<sup>46</sup>Per un ulteriore approfondimento delle criticità emerse in seno al legislatore nella fase di strutturazione dell'architettura legislativa, in tema di cartolarizzazione, si veda RUCCELLAI, *I problemi legati allo sviluppo della securitization in Italia: prospettive e soluzioni*, cit. p. 114 ss.



**CAPITOLO III.**  
**APPRODO ALLA LEGGE CARDINE DEL SISTEMA**  
**LEGGE 30 APRILE 1999, N. 130**

**1. Articolazione generale della legge n. 130/1999.**

L'introduzione della legge 130/1999 si propose di risolvere annose questioni che sino ad allora avevano reso inestricabile il processo di *securitisation*. In particolare, vennero rimosse le incertezze riguardo l'opponibilità della cessione ai terzi, al fallimento del cedente e ai debitori ceduti. Si cercò, inoltre, di limitare la possibilità di revocare per fallimento i pagamenti che la società cedente avrebbe dovuto fare al cessionario in virtù degli incassi percepiti dai debitori ceduti in qualità di cedole sui titoli emessi. Venne, in aggiunta, previsto il trasferimento automatico delle garanzie fornite a copertura dei prestiti all'atto del trasferimento di questi ultimi, in modo che essi non viaggiassero su binari distinti. Si è già accennato alla limitazione dell'operatività degli artt. 2410 e 2740 C.c. che si rese necessaria per consentire alla SPV di emettere titoli in eccedenza rispetto al capitale posseduto (questo data l'atipicità della formula societaria adottata e considerato il fatto che le garanzie/ipoteche che accompagnano i prestiti costituiscono la principale fonte di garanzia per il detentore dei titoli). In ultima analisi, la legge eliminò le incertezze sul trattamento fiscale dell'operazione<sup>47</sup>.

Nella consultazione del testo normativo è possibile distinguere una serie di operazioni di cartolarizzazione dotate di connotati distinti, posto il fatto che non viene data una definizione esplicita e puntuale di che cosa sia un'operazione di cartolarizzazione: su quest'ultimo punto ci viene in soccorso la prassi e la dottrina internazionale, nonché i vari regolamenti emanati dalla Banca d'Italia di cui si dirà in seguito. Oltre alla cartolarizzazione tradizionale, che verrà discussa nel dettaglio, all'art. 1-*bis* viene fatta menzione all'operazione di cartolarizzazione realizzata «mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli similari ovvero cambiali finanziarie,

---

<sup>47</sup> PLAIA, *op. cit.* p. 488 ss.

esclusi comunque titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte delle società di cartolarizzazione». Il riferimento a questa fattispecie fa emergere come siano possibili operazioni di cartolarizzazione ove il debitore ceduto coincide con un'impresa emittente obbligazioni anziché con soggetti contraenti prestati al consumo o industriali, espandendo il novero di strutture possibili, strutture che trovano altri ampliamenti all'art. 7 (titolato, per l'appunto, "altre operazioni"). Infatti, all'art. 7 viene espanso il novero delle operazioni eterodosse che comunque rientrano nell'ambito di applicazione della legge n. 130/1999. Si fa riferimento, in particolare, alle operazioni di cartolarizzazione che vengono realizzate mediante «l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli [...]». Alla lettera b) del primo comma del medesimo articolo viene anche data esecuzione alla proposizione contenuta nelle premesse alla relazione della proposta di legge riguardante la volontà di includere il modello francese come opzione percorribile da parte di coloro che avessero voluto disporre dell'ausilio del fondo comune di investimento in qualità di società cessionaria/emittente. Ancora, l'enunciato normativo predispone un'altra categoria atta ad ospitare la cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari, immettendo delle previsioni di legge precipuamente indirizzate ad agevolare il passaggio *in bonis* del debitore sospettato insolvente.

Fatte le suddette precisazioni, unendo i tasselli presenti nella legge n. 130/1999 e leggendoli congiuntamente con la prassi è possibile pervenire all'articolazione complessiva dell'operazione di cartolarizzazione, così come ideata dal legislatore. Anzitutto vi è un *originator* che cede una massa di crediti ad una società costituita per assolvere allo scopo. Tali crediti possono essere esistenti o futuri e la cessione dev'essere fatta a titolo oneroso. La società cessionaria, costituita in forma di società di capitali, a quanto si evince dall'art. 3, limita la sua operatività allo svolgimento esclusivo della funzione suesposta. A fronte dei crediti acquistati dalla società veicolo, quest'ultima emette dei titoli (qualificati come strumenti finanziari) da collocare presso il pubblico. Il soddisfacimento delle pretese incorporate nei titoli viene assicurato esclusivamente dai *cash flow* provenienti dall'incasso dei crediti ceduti. La società emittente è soggetta all'applicazione dell'art. 129 del d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario, d'ora innanzi abbreviato "T.U.B.") riguardante i "Poteri Informativi" esercitabili dalla

Banca d'Italia nei confronti degli emittenti. Inoltre, ai titoli emessi si applicano le disposizioni del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Al secondo comma dell'art. 3 viene fatto riferimento al fatto che la società emittente e la società cessionaria possono essere identificate in due entità distinte, non essendovi la richiesta formale che esse debbano coincidere (se la società emittente è autonoma le si fa riferimento con l'appellativo "issuer" e ad esse vige in capo l'obbligo di redigere il prospetto informativo). Al comma quarto dello stesso articolo viene fatto cenno alla necessità che, qualora i titoli vengano collocati presso un pubblico di investitori non professionali, l'operazione complessiva venga «sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi». Si rammenti che con il recepimento della Direttiva MiFid, attuato tramite il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164, è stata superata la previgente dicotomia investitori ordinari/qualificati. Ora vi è una divisione tripolare organizzata nel modo seguente, con grado di tutela decrescente: clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate.

Ai soggetti già partecipanti nel sodalizio può accostarsi un *credit enhancer* deputato al porre in essere operazioni finanziarie collaterali – tipicamente preordinate al miglioramento del giudizio fornito dalle agenzie di *rating* – finalizzate ad assicurare la buona riuscita dell'intera operazione. Altre mansioni essenziali sono poi affidate alla società che riveste il ruolo di *servicer*. A costei spetta l'espletamento dei tre compiti seguenti: innanzitutto vi è la gestione dei crediti a garanzia dei titoli emessi; in secondo luogo, si ha la supervisione dell'intera operazione (attività di *servicing* intesa in senso stretto); infine si ha l'esecuzione dei pagamenti nei confronti dei detentori dei titoli (si tratta della cosiddetta attività di *cash management*). Talvolta viene anche apprezzata la presenza di un c.d. *liquidity provider*, ossia un soggetto che si interpone tra l'*issuer* (o il cessionario se capitana anche l'emissione) e i prenditori dei titoli qualora si verificano dilazioni nei pagamenti da parte dei debitori ceduti in modo da coprire il disavanzo momentaneo che si crea a valle. Altro soggetto che può prendere parte agli impianti più elaborati è il c.d. *swap provider*, il quale si propone di compensare per il rischio di cambio o il rischio di tasso di interesse, che potrebbero inficiare gli *outlook* sull'operazione.

Per rendere celeri e fluidi i passaggi negoziali sono onnipresenti i consulenti legali che redigono e revisionano gli atti che sottostanno ai rapporti giuridici richiesti o promossi ad ogni passaggio.

A concludere il quadro talvolta figurano *merchant banks* che si adoperano, in qualità di *arrangers*, alla prospettazione ed organizzazione dell'operazione nel suo complesso e nella articolazione delle *tranches* di titoli da collocare<sup>48</sup>.

## **2. Crediti pecuniari, cessione in blocco e cessione di crediti futuri.**

Addentrando nel reticolato di articoli intessuti dalla “130/99” si andranno a scrutare nel dettaglio le disposizioni che ad oggi compongono l'intelaiatura normativa che regge le operazioni di cartolarizzazione. Anzitutto la legge si apre con l'enunciato presente all'art. 1, comma 1, che recita: «la legge si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti [...]» enumerando in seguito le condizioni che devono ricorrere affinché la legge risulti applicabile. Si noti che non viene fatto alcun riferimento alla qualità supposta che i crediti dovrebbero possedere per elevarli ad oggetto dell'operazione, né viene richiesto che il credito sia esistente al momento della cessione. Su quest'ultimo aspetto non viene formulata alcuna puntualizzazione sui criteri di identificazione di un credito futuro, come invece avviene nella legge 21 febbraio 1991, n. 52 (comunemente detta “legge sul factoring”) che determina, all'art. 3, che sono cedibili in massa «solo crediti [futuri] che sorgono da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a 24 mesi».

In seguito, il Decreto del Ministro del Tesoro 4 aprile 2001 ha precisato, all'art. 2, comma 1, lettera *h*) che per “Crediti Futuri” si intendono «i crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente». Attraverso questa formulazione ermetica è comunque possibile ricondursi a tre casistiche: i crediti maturati benché non ancora fatturati, derivanti da servizi resi da cui scaturiscono contratti già

---

<sup>48</sup> CAMPIONE, *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originato e debitori ceduti: profili civilistici* in *Rivista trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 2018, p. 1485.

conclusi; i crediti provenienti da contratti già chiusi ove i servizi oggetto della stipula non sono ancora stati prestati; infine, i crediti derivanti da contratti che il cedente suppone di concludere nell'arco dell'esercizio di riferimento. Nella pratica è opportuno che la quantificazione dei crediti futuri non prescindano da una ragionevole stima che trae consistenza dall'esperienza pregressa, ove a parità di condizioni dell'ambiente economico si possa svolgere una previsione, con adeguati correttivi a seconda dei fattori mutati, dimodoché non vi sia troppa variabilità tra quanto stimato e quanto avverato a causa di stime troppo ottimistiche. Si consideri, per l'appunto, che sui crediti non ancora esistenti si espone il prenditore dei titoli non solo ai rischi di credito, di controparte e giuridico<sup>49</sup> ma anche al rischio che i crediti a copertura dei titoli non emergano nell'esercizio. Mentre la cessione di crediti esistenti estrinseca la sua funzione nella conversione di un'attività esistente in liquidità fruibile, la cessione di crediti futuri si sostanzia, grossomodo, in un finanziamento immediato fronteggiato da una garanzia non ancora presente.

A questo si aggiunge il problema della segregazione del *pool* di crediti dal patrimonio del cedente, che non può manifestarsi se non nel momento in cui i crediti sono presenti contabilmente. Detto altrimenti, persiste il dilemma consistente nell'individuare il momento in cui i crediti non ancora esistenti verranno inglobati nel patrimonio della società veicolo. La legge sulla cartolarizzazione non è la prima legge ad aver introdotto la cessione di attività future, tant'è che il Codice civile presenta, all'art. 1472, una norma che disciplina la fattispecie laddove abbia ad oggetto "cose future", non meglio specificate. Essa stabilisce che la vendita manifesta l'effetto del trasferimento della proprietà nel momento in cui la cosa viene ad esistenza. Nonostante il tema controverso, sembra quasi universalmente assodato che il credito segua la stessa sorte, ossia venga ceduto nell'istante in cui sorge.

Quantunque la questione suddetta sia dipanata o meno, persiste il problema della tutela del prenditore di ABS emesse prima che il credito potesse sorgere. Infatti, c'è da chiedersi se, in caso di dissesto finanziario del cedente e consequenziale fallimento, sia

---

<sup>49</sup> Mentre il rischio di credito e di controparte sono noti e ricorrenti in molte operazioni, il rischio giuridico inerente alla cartolarizzazione si palesa nella possibilità che il giudice invalidi l'operazione di cartolarizzazione per mancata conformità di quest'ultima alla disciplina. È bene che i partecipanti all'operazione siano edotti in particolare delle strutture innovative/esotiche che possono presentare diversi rompicapo.

opportuno che il credito confluisca direttamente nel recipiente dello SPV o debba venire trasferito dal cedente al cessionario. Indubbiamente se si legge l'art. 4, comma 2 della legge n. 130/1999 in ottica di ripercorrere la volontà del legislatore diviene spontaneo propendere per la soluzione che vede i crediti convogliare necessariamente in capo al cessionario. Oltremodo è di complessa risoluzione anche il problema, già sommariamente analizzato, della mancata venuta ad esistenza dei crediti nei termini preventivati laddove sia da stabilire se la cessione in origine degli stessi debba considerarsi nulla (alla stregua delle sorti che si ripercuotono sul bene inesistente nella vendita disciplinata dall'art. 1472 C.c., descritte al secondo comma) o se, conscio del rischio insito nell'operazione, il prenditore di titoli debba sobbarcarsi gli effetti che da esso ne derivano.

Una prospettiva che diverge pesantemente da quelle suddette verrà brevemente rappresentata, e prende origine dalla lettura dell'art. 2852 del C.c. inerente al "Grado di ipoteca", il quale considera come futuri i «crediti che possono eventualmente nascere in dipendenza di un rapporto già esistente». Se si adottasse questo paradigma di certo verrebbero espunti dalla categoria di "crediti futuri" quelli che il cedente suppone di maturare nell'arco dell'esercizio sulla base di stime prospettiche<sup>50</sup>.

Indagando il mutamento degli atteggiamenti della giurisprudenza, si può partire con il constatare come la Corte di Cassazione, con sentenze del 29 gennaio 1999, n. 785, e del 14 novembre 1996, n. 9997, si espresse accomunando la cessione di crediti futuri alla vendita di cose future *ex art. 1472, C.c.*, stabilendo al contempo che il credito non manifesta effetti reali bensì solo obbligatori fintantoché non giunge ad esistenza (in sostanza si prescriveva che il contratto di cessione non aveva altro effetto che quello di obbligare il cedente a porre in essere ogni comportamento che avesse la precipua finalità di garantire la manifestazione dell'effetto traslativo una volta che il credito veniva ad esistenza). Al sopraggiungere di tale condizione il credito si trasferisce consequenzialmente e automaticamente al cessionario, salvo che nel tempo intercorrente tra i due momenti (quello della cessione e quello del trasferimento) non intervenga il fallimento del cedente o un'azione esecutiva in capo ad esso. In tali casi i crediti ceduti rientrano nel patrimonio del cedente – sebbene sia meno improprio sostenere che l'effetto

---

<sup>50</sup> Per approfondimenti concernenti il ruolo dell'art. 2852 C.c. sulla formulazione di una definizione di "crediti futuri" si legga PLAIA, *op. cit.* p. 488 ss.



traslativo viene interrotto – e il credito convoglia nella massa fallimentare o diviene assoggettabile a pignoramento. Inoltre, la Corte Suprema si pronunciò affermando che la notifica di cessione avrebbe dovuto essere emessa una volta che il credito fosse venuto ad esistenza, dimodoché da quell'istante la cessione divenisse opponibile al fallimento del cedente. Ergo, non solo il credito sarebbe dovuto giungere a maturazione in una data anteriore al fallimento/pignoramento del cedente, ma si sarebbe richiesta la notificazione della cessione sempre in una data precedente all'istante individuato affinché la cessione stessa risultasse opponibile.

Seguendo il filo logico di questa impostazione giurisprudenziale risultava coerente inferire che la cartolarizzazione di crediti futuri veniva posta a repentaglio. Questo accadeva in quanto, se si considera che la cartolarizzazione garantisce, mediante la suddivisione in *tranches* del portafoglio titoli emessi, l'attribuzione di *rating* molto alti anche in presenza di collaterali scadenti (a seguito del procedimento attraverso il quale vengono garantiti privilegi nei pagamenti da effettuarsi nei confronti dei prenditori di *tranches senior*), la valutazione dei titoli emessi a partire da sottostanti costituiti da crediti futuri non avrebbe potuto eccedere la valutazione condizionata alla probabilità di *default* del cedente. Ciò poiché le sorti dell'imputazione del credito in capo al cessionario vennero fatte dipendere sia dalla capacità del cedente di mantenere una condizione di equilibrio finanziario tale per cui il credito non veniva inficiato da dinamiche endogene aziendali sia dalla eventualità che il curatore del cessionario esercitasse azioni interruttive del contratto da cui il credito scaturiva. Di converso, se si fosse propeso per un'impostazione che vedeva il credito sorgere in capo al cessionario indipendentemente dalle dinamiche imperversanti nell'azienda cedente si sarebbe permesso alla cartolarizzazione di manifestarsi in tutte le sue sfaccettature, specificamente in quella che permette un alto rating di titoli riconducibili a *low quality assets*.

Più recentemente sono mutati gli orientamenti in modo da allinearli con l'esigenza posta della legge n. 130/1999: ora è largamente condiviso come gli effetti obbligatori della cessione intervengano nell'immediato, mentre, ancorché il trasferimento divenga efficace al momento in cui il credito sorge, la cessione incarna un atto valido di disposizione a favore del cessionario. Perciò, in quel dato istante, il credito non andrà ad emigrare dal patrimonio del cedente a quello del cessionario, bensì sorgerà

automaticamente all'interno dell'ultimo<sup>51</sup>. Si risolve così l'impedimento posto al *rating* erogabile giacché il credito non verrà corrotto dallo svolgimento delle procedure pignoratorie o dal fallimento<sup>52</sup>.

Un ulteriore limite che emerge dalla lettura dell'art. 1 lo si estrapola nella prescrizione che afferma come i crediti ceduti debbano avere natura pecuniaria, il che non ammette la possibilità che il processo di cartolarizzazione racchiuda attivi non assimilabili a crediti pecuniari. Non vi è dunque la plausibilità che vengano tollerate cartolarizzazioni, ad esempio, coinvolgenti flussi di cassa futuri derivanti da incassi che si prevede di ottenere sulla base di attività ordinaria laddove non vi sia un credito alla base<sup>53</sup>. Si pensi a quelle attività con un flusso di entrate pressoché costante, agevole da predire, proveniente da rapporti replicabili con una clientela costante, che rimane tale a meno di stravolgimenti macroeconomici. L'area di esclusione si estende anche alle operazioni di *sales leaseback*<sup>54</sup>. Sebbene l'autore succitato consideri la circostanza al pari di un'opportunità non colta sarebbe possibile obiettare come le operazioni che coinvolgono flussi garantiti dalla sopravvivenza dell'*originator* legano indissolubilmente gli acquirenti dei titoli alle sorti di quest'ultimo; esito che si contrappone con una delle esigenze cardine della cartolarizzazione. Non si può, invero, prescindere dalla constatazione che la funzione economico-giuridica della cartolarizzazione sia incardinata nel rimpiazzo di un credito con un valore mobiliare, che si autoliquida sulla base dell'avvenuto incasso del credito (le cui sorti sono interconnesse con le vicende che attengono al finanziato) e che è svincolato dalle vicissitudini che toccano il cedente<sup>55</sup>.

---

<sup>51</sup> È quanto afferma la Sentenza della Cassazione Civile del 26 ottobre 2002, n. 15141.

<sup>52</sup> Per ulteriori delucidazioni sull'*escamotage* attivato per fare in modo che la legge sulla cartolarizzazione si integri con l'ordinamento esistente senza creare incompatibilità di sorta, si veda LODISPOTO, *Cessione dei crediti futuri e mercato delle cartolarizzazioni in Nota a sentenza: Cassazione Civile, 26 ottobre 2002, n. 15141*. Banca Borsa Titoli Credito, 2003.

<sup>53</sup> Per consultare ulteriori esempi di attività trascurate dalla legge sulla cartolarizzazione che avrebbe potuto beneficiare degli effetti della procedura medesima, si osservi TARGETTI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti in Giurisprudenza Commerciale*, 1999, p. 411.

<sup>54</sup> *Sales Leaseback*: sono quelle operazioni in cui la società cedente, che incassa il corrispettivo, può riottenere il possesso del bene ceduto riacquisendolo in leasing.

<sup>55</sup> Per un'analisi della funzione economico-giuridica della cartolarizzazione, si consulti SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti in Giurisprudenza Commerciale*, 1999, p. 436.

Sempre nello stesso comma la legge accenna ai crediti individuabili in blocco. Ne deriverebbe quindi che i debitori debbano presentare caratteristiche omogenee che rendano i crediti loro afferenti “individuabili in blocco”. Si sarebbe portati a prendere come perno di riferimento l’art. 58 del Testo Unico Bancario laddove asserisce che «la Banca d’Italia emana istruzioni per la cessione a Banche di [...] rapporti giuridici individuabili in blocco». L’applicazione per analogia delle istruzioni di Banca d’Italia non è contemplata quale via percorribile in quanto sembra poter esercitare un effetto restrittivo sul dominio di applicazione della legge, specialmente giacché quest’ultima inerisce anche alla cedibilità dei crediti c.d. *revolving*<sup>56</sup>, che sono accorpabili solo in ragione della matrice comune, ma hanno collocazione temporale differente. In ogni caso, per una definizione più accurata di “crediti individuabili in blocco” è possibile fare ricorso al d.m. 13 maggio 1996 recante i «Criteri di iscrizione degli intermediari finanziari nell’elenco speciale di cui all’art. 107, comma 1, del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (T.U.B.)» che nella sezione dedicata alle definizioni dipana la questione sul merito affermando che, per crediti individuabili in blocco si intende «l’insieme di crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l’omogeneità giuridico finanziaria degli stessi». Si noti come sarebbe eccessivamente ostacolante presupporre che i crediti da cedere in blocco presentino un’omogeneità nella natura intrinseca degli stessi, ragion per la quale la dottrina ha da tempo demistificato l’interpretazione più restrittiva e si è limitata a concordare sulla opportunità che l’esigenza di omogeneità venga traslata sui criteri preordinati all’individuazione dei crediti<sup>57</sup>. Rendere i criteri di selezione il più possibile omogenei sembra che determini comunque un’aggregazione di crediti simili nel momento di porre in essere l’attività di

---

<sup>56</sup> *Credito Revolving*: detto altrimenti “Credito Rotativo”, fa riferimento ad un *plafond* messo a disposizione del cliente da parte di un istituto di credito che consente al primo di utilizzarne la totalità o una frazione per il sostenimento di spese generali. Tali spese possono essere rimborsate a rate, e su di esse si applicano degli interessi passivi. I rimborsi rateali ripristinano gradualmente la cifra messa a disposizione dalla banca e, perciò, consentono a cliente di riutilizzare la parte nuovamente disponibile.

<sup>57</sup> Per comprendere il punto di vista secondo cui la individuabilità in blocco non dovrebbe strenuamente intendersi come accorpamento di crediti pressoché identici, si veda CAMPIONE, *op. cit.* p. 1485 ss.

*packaging*<sup>58</sup>. Dopotutto, specificazioni ulteriori sono pervenute da parte di Banca d'Italia che, con comunicato diffuso tramite pubblicazione del Bollettino di Vigilanza del 16 luglio 2001, recante «Operazioni di cessione di rapporti giuridici da parte di intermediari finanziari non bancari», ha perimetrato ancor più il novero dei crediti individuabili in blocco, disponendo che essi devono presentare un comune elemento distintivo, che può desumersi dalla forma tecnica, dalla tipologia della controparte, dall'area territoriale o da «qualunque altro elemento comune che consenta l'individuazione del complesso di rapporti giuridici». Sulla linea di quest'ultima attestazione si può affermare più esplicitamente che i crediti risultano individuabili in blocco qualora i criteri di selezione siano preordinati a garantire l'inclinazione ad assolvere ad un interesse unitario; interesse che deve trascendere da quello legato al mero scambio<sup>59</sup>.

Al comma 1-*bis* dell'articolo primo della legge n. 130/1999 si estende l'ambito applicativo della legge stessa includendovi anche le cessioni aventi ad oggetto, non più crediti, bensì obbligazioni o cambiali finanziarie<sup>60</sup>. Il comma 1-*bis* fu introdotto con d.l. 23 dicembre 2013, n. 145 (c.d. "Decreto Destinazione Italia"), convertito in legge con l. 21 febbraio 2014, n. 9, con cui si permise alle società veicolo di acquistare cambiali finanziarie direttamente in sede di emissione, in qualità di primi sottoscrittori, dando maggiore ariosità ad un mercato giammai decollato. Si concesse, inoltre, che i titoli frutto dell'operazione di cartolarizzazione di cambiali finanziarie venissero sottratti dalla necessità che transitassero in mercati regolamentati e che fossero assistiti da valutazioni

---

<sup>58</sup> *Packaging*: come suggerisce il nome, trattasi dell'attività di "impacchettamento" dei rapporti giuridici che verranno successivamente ceduti alla società veicolo.

<sup>59</sup> Per una disamina completa della individuabilità in blocco dei crediti, si veda FERRO-LUZZI, PISANTI, *La Cartolarizzazione: commento alla legge n. 130/1999*, Giuffrè Editore, Milano, 2005, p. 141 ss.

<sup>60</sup> *Cambiale Finanziaria*: lo strumento fu introdotto in Italia con la legge 13 gennaio 1994, n. 43 (poi modificata con la legge n. 83/2012) ed assolve la medesima funzione degli omologhi *Commercial Paper*, diffusi nei mercati anglosassoni. Nel caso in cui un'impresa non ritenga opportuno ricorrere al finanziamento bancario, può siglare una cambiale con la quale si impegna a saldare, ad una data scadenza, l'importo indicato nel titolo. Tali cambiali hanno una durata compresa fra 1 e 36 mesi e devono avere un taglio minimo di Euro 50.000. L'emissione viene "accompagnata" da uno sponsor, che può essere alternativamente una SGR, una SICAV o una Società di Gestione Armonizzata, e che detiene una quota di prodotto emesso proporzionale ad una data percentuale scaglionata del valore di emissione. Le cedole a tasso fisso sono inusuali ed è più frequente che la cambiale finanziaria venga emessa sotto la pari e sia rimborsata alla pari.

del merito creditizio da parte di entità preposte per renderli compatibili con l'acquisto da parte di imprese di assicurazione e fondi pensione degli enti previdenziali e funzionali, rispettivamente, all'assolvimento delle disposizioni in materia di attivi adoperabili a copertura delle riserve tecniche di imprese di assicurazione e all'ottemperanza delle disposizioni in materia di limiti di investimento dei fondi pensione. Con riguardo alle imprese di assicurazione, l'implementazione del decreto Destinazione Italia all'interno del Regolamento IVASS 31 gennaio 2011, n. 36, ha dato assenso all'utilizzo dell'investimento in titoli frutto di cartolarizzazione di cambiali finanziarie nel limite del 3% del totale delle riserve tecniche delle quali è necessaria la copertura.

Sempre con la finalità di agevolare la diffusione delle cambiali finanziarie, attraverso una modifica intervenuta nell' art. 32, comma 9-*bis*, del Decreto Crescita del 2014<sup>61</sup> sono stati esonerati dall'applicazione della ritenuta d'acconto del 26% i proventi derivanti da cambiali finanziarie se detenute da Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) Italiani o istituiti in un Paese membro, qualora il patrimonio da essi detenuto sia investito per una quota eccedente il 50% in cambiali finanziarie e le cui quote siano possedute unicamente da investitori qualificati. Parallelamente, alle società di cartolarizzazione percepenti proventi da cambiali finanziarie spetta la stessa agevolazione, qualora i titoli da essa emessi siano sottoscritti esclusivamente da investitori qualificati che rispettano i due requisiti testé menzionati.

Si tenga presente che la promozione di una cultura di utilizzo e diffusione di questo genere di strumenti finanziari alternativi trova le sue radici, tra le altre cose, anche nella volontà di incentivare un ritorno d'immagine ottenuto dall'impresa che ne fruisce, motivato in larga parte dalle credenziali che è possibile presentare ad un istituto bancario nell'istante in cui quest'ultimo viene reso consapevole della fiducia che gli investitori accordano all'emittente che bypassa il mercato del credito tradizionale, accollandosi il rischio di venire ignorato collocando prodotti inconsueti (considerata la scarsa tutela fornita da questo tipo di strumenti, solitamente non sorretti da garanzie reali, eccetto i casi in cui è presente una garanzia fidejussoria erogata da una banca o da un'impresa di assicurazione). Il successo dell'operazione segnala, tipicamente, al mercato la buona qualità dei programmi industriali e consente l'utilizzo degli *asset*, che altrimenti

---

<sup>61</sup> Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91.

fungerebbero da garanzia per un finanziamento bancario, per l'assolvimento degli scopi più disparati<sup>62</sup>.

L'articolo 1-*bis* della l. n. 130/1999 asserisce, inoltre, che, qualora «i titoli emessi dalla società di cartolarizzazione siano destinati a investitori qualificati [ai sensi del T.U.F.], i titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da una società di cartolarizzazione possono essere emessi anche in deroga all'art. 2483, secondo comma, del Codice civile». Sostanzialmente si deroga alla norma che dispone che i titoli obbligazionari emessi da una società di capitali possano essere sottoscritti solo da investitori professionali, i quali eventualmente si occupano susseguentemente della quotazione nel mercato secondario. Questa norma è necessaria poiché, al fine di emettere i titoli oggetto dell'operazione di cartolarizzazione, è opportuno che le obbligazioni costituiscano il collaterale dei titoli stessi, e che quindi confluiscono nel patrimonio dello SPV, che non fa parte nel novero degli investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del T.U.F.

Con l'aggiunta dell'art. 1-*ter* alla l. n. 130/1999, introdotto anch'esso con d.l. 24 giugno 2014, n. 91, si è consentito che le società per la cartolarizzazione di cui all'art. 3 della legge medesima avanzino finanziamenti nei confronti di soggetti diversi da persone fisiche e da imprese con attivi di bilancio inferiori ai due milioni di euro, qualora ricorrano determinate condizioni. Essenzialmente il percepente dev'essere anzitutto individuato da una banca o da un intermediario finanziario iscritto all'albo; inoltre, i titoli emessi a copertura del finanziamento non possono essere collocati presso soggetti diversi dagli investitori qualificati come individuati dal T.U.F.; infine si stabilisce che la banca che avalla l'operazione porti seco un interesse determinante nel buon esito dell'operazione.

### **3. Natura dei titoli emessi.**

L'articolo secondo della l. n. 130/1999 si apre con la norma che prevede l'assoggettamento dei titoli distribuiti dalla società emittente alla disciplina del Testo

---

<sup>62</sup> Per maggiori tesi a supporto della necessità che le cambiali finanziarie si diffondano anche in una cultura scettica verso prodotti inusuali, si veda MARRONI, *Verso un mercato delle cambiali finanziarie in Giurisprudenza Commerciale*, 2015, p. 853.

Unico della Finanza, accomunando gli stessi agli strumenti finanziari. È possibile recuperare la definizione di strumento finanziario nell'allegato primo della Sezione C del T.U.F. Nel novero degli strumenti finanziari si ritrovano diverse tipologie di prodotti: anzitutto sono presenti i valori mobiliari, ossia categorie di valori negoziabili nei mercati regolamentati, come azioni e obbligazioni, nonché strumenti che permettono di acquisire indirettamente i valori anzidetti; poi si rinvengono gli strumenti del mercato monetario, ossia categorie di prodotti negoziati, per l'appunto, nel mercato monetario, come i buoni del tesoro, le carte commerciali e i certificati di deposito; infine, oltre alle quote di organismo di investimento collettivo del risparmio, quali quote di SICAV o SICAF vi trovano spazio diverse categorie di prodotti derivati. È opportuno non accostare i termini "prodotti" e "strumenti finanziari", sebbene siano identificabili entrambi come mezzi di investimento economici, poiché i secondi rappresentano un sott'insieme dei primi. Ciò che separa i due può risultare talvolta molto fumoso, nonostante sia abbastanza accurato asserire che gli strumenti finanziari, diversamente dalla più ampia categoria costituita dai prodotti finanziari, racchiudono al loro interno esclusivamente prodotti con una propensione alla circolazione (si pensi all'alienabilità dei valori mobiliari o degli strumenti derivati, il cui impedimento alla circolazione può essere legato generalmente, solo al grado di liquidità dell'*asset* e alla domanda di mercato): per citare un esempio, basti pensare che i mezzi di pagamento vengono riconosciuti prodotti finanziari ma non strumenti.

L'enigma riguarda essenzialmente la sottocategoria di strumento finanziario che meglio si configura per adattarsi il titolo emesso a seguito della procedura di *securitization*. Dalla lettura del T.U.F. si evince come risultino istantaneamente accantonabili i valori del mercato monetario e quote di OICR, per ragioni di evidente incompatibilità. Riguardo ai derivati si dirà in seguito. Il bacino si restringerebbe, dunque, ai valori mobiliari. Considerando che non si tratta di titoli che incorporano quote di una società è ingenuo inferire che possa trattarsi azioni, e, nondimeno, procedere per esclusione non porta ad alcun risultato. La classe non ancora evocata è quella delle obbligazioni e, sebbene siano sviscerabili delle peculiarità che rendono questi titoli atipici potenzialmente afferenti a questo macro insieme, tra cui le cedole periodiche, la restituzione del capitale concesso a prestito, la sussistenza di un debito da parte della società emittente (quantunque sia condizionato all'afflusso periodico di un dato

ammontare di *cash flow*) e la subordinazione nel pagamento di certi titoli rispetto ad altri sulla base di privilegi patrimoniali incorporati nei titoli stessi, sarebbe ottuso prescindere da una serie di considerazioni ulteriori. Anzitutto, indipendentemente da quanta elasticità si voglia accordare ai contorni tipologici dell'istituto dell'obbligazione, in esso rimane un tratto nodale il fatto che l'emittente risponda con il patrimonio proprio<sup>63</sup>. Infatti, le vicissitudini che si frappongono tra la contrazione e il rimborso di un'obbligazione possono determinare solamente il momento in cui il patrimonio diverrà disponibile per soddisfare il creditore e, nel caso di prestiti irredimibili<sup>64</sup>, la eventualità che il patrimonio residuo non sia abbastanza capiente per appagare le esigenze di costui o l'eventualità che il rimborso venga dilazionato nel tempo in modo da consentire all'impresa emittente di riconsolidarsi<sup>65</sup>.

L'orientamento generale adottato nell'interpretazione degli obblighi che interessano un contratto obbligazionario converge nell'imputare un rilievo notevole alla Responsabilità Patrimoniale così come disciplinata nel contesto dell'art. 2740 C.c. Spetta infatti al debitore rispondere delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri, demandando alla legge il compito di individuare i casi di esenzione alla norma generale. Questo carattere, assente nei titoli frutto di cartolarizzazione, sembrerebbe già una causa di esonero dal bacino che racchiude le forme più eterogenee di obbligazioni.

---

<sup>63</sup> Per ulteriori approfondimenti circa i gradi di libertà garantiti dall'ordinamento italiano all'affacciarsi della legge sulla cartolarizzazione, si confronti GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici nelle nuove obbligazioni bancarie in Borsa Banca Titoli di Credito*, 1997, p. 239.

<sup>64</sup> *Prestito Irredimibile*: si tratta di un prestito nel quale è apposta sin dall'origine una clausola di subordinazione. Si stabilisce che un rischio notevolmente superiore rispetto a quello che connatura prestito tradizionale venga fronteggiato dal soddisfacimento, in via prioritaria, degli interessi degli altri creditori. Tipicamente si tratta di prestiti perpetui, ovvero prestiti il cui rimborso non può essere eseguito su volontà dell'emittente, bensì può risultare condizionato all'assenso giudiziale. Non dev'essere confuso con un banale prestito subordinato, giacché quest'ultimo si estrinseca nelle sue varie sfaccettature solo all'avvio della procedura di liquidazione in seguito a fallimento, mentre il prestito irredimibile assorbe le perdite anche in assenza di procedura concorsuale. Inoltre, il prestito subordinato continua a pagare cedole anche in caso di dissesto qualora vi siano fondi sufficienti, mentre un calo di redditività comportante scarsità di fondi consente di non pagare le cedole di un prestito irredimibile senza che l'inadempimento abbia luogo.

<sup>65</sup> TARGETTI, *op. cit.* p. 411 ss.



È opportuno fare una digressione per soffermarsi anche sull'inapplicabilità degli artt. 2410-2420 C.c. e dell'art. 11, comma 2, del T.U.B., sancita espressamente all'art. 5 della l. n. 130/1999, dal momento che essi sono il dato di partenza da cui comprendere la natura giuridica dei titoli. Partendo dall'art. 2412 (che sostituisce l'art. 2410 come espresso prima che la riforma societaria<sup>66</sup> ne modificasse il contenuto, a cui si farà spesso riferimento, considerando che la maggior parte delle argomentazioni della dottrina provengono da un'epoca ante riforma), esso comunica l'impossibilità di emettere obbligazioni, nominative o al portatore, che eccedano il doppio del capitale, della riserva legale e delle riserve disponibili come espressi nell'ultimo bilancio depositato<sup>67</sup>, e la *ratio* che motiva questa norma viene di regola intravista nella necessità di contemperare l'esigenza di "garanzia" in senso ampio e di "equilibrata distribuzione del rischio fra azionisti e obbligazionisti", sebbene originariamente sia stata ricondotta alla necessità di estromettere le imprese più piccole dal ricorso al mercato diretto di approvvigionamento di capitale di debito, effetto sortito dall'insieme di costi marginali più elevati per le PMI rispetto a entità più capillari qualora ci si affacci ad un'emissione. Non pare eretico affermare che l'esclusione eventuale del *ex art.* 2410 dal contesto normativo non possa mutare irrimediabilmente i contorni che delineano titoli obbligazionari così come intesi dall'ordinamento, dacché l'esigenza della regola si innestava in un contesto che mirava a garantire asimmetrie di trattamento degli operatori in ottica di protezione dei risparmiatori<sup>68</sup>.

Gli articoli che seguono sono una sorta di corollario che espande gli obblighi dell'emittente e i diritti dei detentori dei titoli. Con riguardo all'inapplicabilità dell'art. 2411 C.c., appare lampante il fatto che somministrare la norma alla fattispecie dei titoli da cartolarizzazione avrebbe contraddetto quanto disposto all'art. 1, comma 2 della l. n. 130/1999, poiché subordinare il pagamento dei prenditori dei titoli ad altri creditori con

---

<sup>66</sup> Per riforma societaria si fa riferimento al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, che ha modificato organicamente la disciplina delle società per azioni e delle società cooperative.

<sup>67</sup> Viene inoltre concessa la superabilità del limite posto qualora le obbligazioni siano destinate ad essere sottoscritte da parte di investitori professionali. Ancora, il limite può essere oltrepassato nel caso in cui siano presenti garanzie costituite da ipoteche su immobili, fino a concorrenza dei due terzi del valore degli immobili stessi. Se, invece, le obbligazioni vengono quotate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione il limite non trova qualsivoglia applicazione.

<sup>68</sup> GALLETTI, *op. cit.*, p. 239 ss.

maggiori privilegi avrebbe significato che il contributo dei debitori ceduti sarebbe stato dirottato ad un'altra destinazione rispetto a quella prescritta, ovvero il «soddisfacimento [esclusivo] dei diritti incorporati nei titoli emessi». Si pensi anche alla difficoltà di far conciliare l'art. 2413 C.c. con la fattispecie in esame: porre un limite alla riduzione del capitale al fine di garantire un allineamento con il rischio ceduto al mercato tramite l'emissione obbligazionaria, non solo si trova in contrasto con il dato fattuale che alla società emittente non interessa avere altro capitale se non quello strettamente necessario ad espletare le sue funzioni operative, ma prescinde dalla circostanza che, virtualmente, una riduzione del capitale proprio non saboterebbe gli interessi dei risparmiatori che si trovano già tutelati dai flussi di cassa pervenenti dai debitori ceduti.

Ancora, per quanto concerne l'art. 11, comma 2 del T.U.B., con esso si stabilisce il divieto di compiere la raccolta del risparmio presso il pubblico a soggetti diversi dalle banche. Per raccolta di risparmio, concetto espresso al comma primo, si intende «l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso». Tale norma, recepita, convertita e tradotta dal legislatore italiano a partire dal disposto comunitario dettato dal Reg. n. 575/2013 si riferisce all'azione di ricevere depositi o fondi rimborsabili. La *ratio* della riserva risiede sia nella volontà di dare un elemento caratterizzante alla banca che differisca e si coniughi con l'erogazione del credito, in modo da generare una categoria di enti autonomi che presenti connotati non eccessivamente promiscui, sia nella necessità di selezionare dei soggetti che in virtù del loro carattere istituzionale o dell'apparato di vigilanza al quale sono sottoposti, risultano adeguati a ricoprire tale funzione<sup>69</sup>. Senza intraprendere una tangente, al punto nevralgico della questione ci si ricollega con la lettura del 3° comma dell'art. 11 del T.U.B., laddove si delibera la non applicabilità della riserva alla raccolta del risparmio a determinati soggetti, tra i quali figurano le società che compiono la raccolta mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari. Da ciò discende che la società emittente *asset-backed securities* deve ricollegarsi ad una delle fattispecie qui presentate.

---

<sup>69</sup> Per scandagliare minuziosamente le ragioni che hanno mosso il legislatore a prevedere la riserva di attività a favore delle banche, si veda TROIANO, *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, CEDAM, 1994.

Osservando in ottica organica le deroghe agli articoli suelencati, la contingenza che l'emissione di titoli da cartolarizzazione fugga dall'applicazione degli artt. 2410-2420 C.c. non è sufficiente a decretare che i titoli stessi non siano assimilabili ad obbligazioni, giacché è bastevole che vi sia la generica garanzia patrimoniale prestata dall'emittente idonea a soddisfare le esigenze dei detentori degli stessi. Nel caso in esame, però, la garanzia dell'emittente non è presente, perciò risulta ostico supporre che il genotipo obbligazionario venga condiviso anche dagli ABS. Inoltre, la funzione precipua dell'emissione di obbligazioni trova generalmente origine, in una prospettiva di politica finanziaria aziendale, da un lato nella ricerca del corretto amalgama di capitale di debito e di credito finalizzata a usufruire appieno dell'effetto *leverage* senza che il costo del debito e i costi del dissesto non minino agli interessi degli *shareholders*<sup>70</sup>, dall'altro nella possibilità sia di non rendere più oneroso il finanziamento bancario a seguito di un'esposizione più consistente, diversificando le fonti di approvvigionamento di risorse, sia avere uno strumento elastico dotato di clausole di subordinazione che non trasmetta tensione alla compagine di altri creditori. Nessuna delle finalità elencate trova spazio nell'emissione di titoli ABS, oltre alla già menzionata caratteristica "*limited recourse*" che connota gli stessi, la quale non assoggetta la società emittente all'applicazione dell'art. 2740 C.c., limitandone la responsabilità patrimoniale.

Si dirà brevemente della infattibilità che i titoli possano annoverarsi altrimenti nel bacino dei titoli azionari, date una serie di premesse. Prima di tutto le azioni hanno natura partecipativa, e di norma si compongono di una serie di diritti amministrativi e patrimoniali (eccetto categorie di azioni come quelle privilegiate o di risparmio, dove i diritti amministrativi vengono attenuati o rimossi *tout court*), dopodiché l'aleatorietà nella remunerazione e restituzione del capitale infuso nelle casse societarie è sorretta da differenti ragioni giuridiche. Infatti, nel caso delle azioni, gli utili vengono corrisposti qualora siano soddisfatte due condizioni: il residuo di un utile di bilancio distribuibile una volta che si è fatto fronte a tutti i costi sostenuti nell'esercizio congiuntamente con la presenza di un'assemblea incline a deliberare la distribuzione degli utili stessi soppesando le esigenze di autofinanziamento dell'impresa con gli interessi degli *shareholders*, a sua

---

<sup>70</sup> Con ciò riferendosi alle proposizioni espresse da Modigliani-Miller sulla calibrazione ideale del bilanciamento tra capitale di rischio e capitale di debito.

volta avendo considerato se la gestione di cassa renda percorribile questa strada<sup>71</sup> (talvolta un *mismatch* tra la cassa corrente e gli utili teoricamente distribuibili rende l'assemblea riluttante nel procedere alla spartizione degli stessi, se farlo richiede un'ulteriore indebitamento, che potrebbe sabotare la gestione finanziaria) . Nel caso delle azioni l'aleatorietà del premio al rischio ha anche basi discrezionali, nel senso che non vi sono parametri certi cui la società deve conformarsi al fine garantire la retribuzione agli azionisti, eccetto la necessità che si ponga in una condizione di profitto. Di converso, l'alea insita nei titoli ABS coinvolge l'adempimento o meno di un'obbligazione sottostante, espressione che lasciata a sé stessa ripone l'attenzione su una dinamica frequente in ambito di titoli derivati.

Per concludere la trattazione sull'avvinghiamento mancato tra ABS e valori mobiliari, può essere citato il fatto che l'ammontare ricavato dalla sottoscrizione dei valori mobiliari piazzati dalla società, può essere adoperato da quest'ultima per il perseguimento del fine lucrativo della società e per la remunerazione del capitale inoculato dai sottoscrittori nella società stessa. Nel caso degli ABS, invece, il sottoscrittore mira solo al possesso di una quota di patrimonio separato costituito da crediti, in quanto fonti potenziali di reddito. La società per la cartolarizzazione è, per il sottoscrittore, una sorta di custode che agisce in via strumentale per evitare che i patrimoni subiscano contaminazioni o vengano predisposti al perseguimento di fini incongruenti con le aspettative.

Per alcuni autori, difatti, la natura giuridica dei titoli ABS troverebbe le sue radici nei Derivati di Credito, ossia «una famiglia di contratti che ha per oggetto l'assunzione del rischio di credito senza peraltro trasferire il rischio sottostante e senza ricorrere ad un negozio di garanzie personali o reali»<sup>72</sup>. In un'ottica generale, il derivato di credito è un contratto attraverso il quale un soggetto che intende ottenere una garanzia su un dato rischio di credito afferente ad un'attività sottostante (soggetto cui ci si riferisce con il nome *Protection Buyer* o, dalla prospettiva speculare, *Risk Seller*), trasferisce il rischio stesso ad un altro soggetto (chiamato *Protection Seller* o *Risk Buyer*). Nel caso si

---

<sup>71</sup> Sul punto si veda GALLETTI, *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti* in *Le nuove leggi civili commentate*, p. 1115.

<sup>72</sup> Cfr. CAPUTO, NASSETTI, *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998, p.3.

manifesti l'evento<sup>73</sup>, tipicamente un'inadempienza, che fa scaturire gli effetti del rischio trasferito, il *protection seller* è tenuto a risarcire il *protection buyer*, indennizzandolo dalla perdita sostenuta, che può manifestarsi come una riduzione o un annullamento del valore del sottostante. La peculiarità di questo strumento è dettata dalla possibilità di mantenere inserito nel proprio portafoglio il sottostante, scorporando da quest'ultimo meramente rischio di credito<sup>74</sup>. Le modalità di regolamento dello strumento al verificarsi dell'evento sono reminiscenti di quelle comunemente associate alle opzioni tradizionali: si può avere il pagamento del prezzo nozionale in cambio della consegna del sottostante; si può avere, invece, il c.d. *binary payout*, consistente nella liquidazione di una somma prestabilita; in ultima, si può avere il pagamento del differenziale tra il prezzo nozionale e il prezzo di mercato conseguente al *default* del sottostante.

La ragione che giustificherebbe l'accostamento dei titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione ai derivati di credito risiede, essenzialmente, nella circostanza che la società cessionaria trasferisce il rischio di credito del portafoglio di crediti ai prenditori dei titoli. Ad essere precisi, la società cessionaria non detiene mai il rischio di credito inerente al portafoglio ceduto, poiché, di norma, la cessione intercorrente tra l'*originator* e la società cessionaria viene subordinata alla condizione che il piazzamento dei titoli avvenga entro una data determinata. In caso di mancata sottoscrizione entro la data in oggetto, subentra automaticamente la retrocessione del portafoglio ceduto

---

<sup>73</sup> L'evento prende abitualmente il nome di *Credit Event*, ed è un requisito essenziale affinché si possa avere la stipula del contratto. Esso non è bastevole a far scattare la protezione garantita al *Risk Seller*, poiché è necessario che siano fornite delle *Public Available Information* a conferma dell'accadimento e che si verifichi la *Materiality*, ossia l'abbassamento del valore del sottostante oltre una soglia predeterminata.

<sup>74</sup> Riguardo il rischio di credito, si può affermare che esso si dirama in due componenti basilari: il rischio di controparte e il rischio specifico. Il rischio specifico è una *proxy* del rischio di mercato specifico, consistente nell'eventualità che la singola posizione subisca fluttuazioni di mercato negative legate a dinamiche inerenti all'emittente. Il rischio di controparte è più complesso, poiché racchiude tre sotto-rischi: il rischio di credito pieno, concernente il rischio che la controparte sia inadempiente alle obbligazioni contrattuali a causa di insolvenza; il rischio di consegna (*delivery risk*), che avviene esclusivamente nei contratti a prestazioni reciproche qualora una parte sia adempiente e la controparte non proceda alla consegna di quanto pattuito; il rischio di sostituzione (*substitution risk*) tratta della fattibilità che la controparte divenga inadempiente prima della esecuzione del contratto, e comporta, per il soggetto in *bonis*, di dover riformulare il contratto con terzi, giacché risulterebbe uno spreco maggiore incassare l'inadempienza, dati i costi sostenuti sino ad allora.

all'*originator*<sup>75</sup>. Di certo tali titoli non potrebbero vagare indeterminatamente nel patrimonio della cessionaria, dal momento che essa non si potrebbe trovare in possesso del pretesto di mantenere un portafoglio di crediti a copertura di titoli non siglati da nessuno, andando inoltre a svuotare il cedente di un insieme di attivi generanti flussi di cassa, senza che vi sia un corrispettivo alla cessione.

Esistono una moltitudine di fattispecie riconducibili ai derivati di credito e, senza procedere a enumerarli, anche un individuo scarsamente erudito in ambito finanziario potrebbe aver sentito parlare di *Credit Default Swap* o di *Collateralized Debt Obligation*, purché in possesso di una discreta cultura cinefila, data la vasta produzione di docufilm sulla crisi del 2008, traboccanti acronimi quali CDO, MBS, CDS ecc.

Ebbene, di tutto l'assortimento di derivati di credito, quelli che presentano una morfologia condivisa con i titoli frutto di cartolarizzazione sono i *Credit Linked Note*. Si vedano questi titoli come un assemblaggio di due prodotti distinti: un'obbligazione a cedola fissa e un *Credit Derivative*, consistente in una garanzia che l'acquirente offre all'emittente al momento della stipula che esonera quest'ultimo dal pagamento delle cedole e del capitale al verificarsi di un dato evento riferito ad una *Reference Entity*. In caso si verifichi l'evento insito nel *Credit Default Swap* al detentore del titolo spetterà soltanto il *Recovery Rate*<sup>76</sup>. Si intenda l'evento come l'inosservanza degli obblighi di pagamento di un mutuo sottostante. Chiaramente sono titoli che offrono cedole molto alte per compensare il rischio addizionale sopportato dal prenditore.

Come i titoli ABS anche i *Credit Linked Note* possono essere emessi da uno *Special Purpose Vehicle*, ma, a differenza dei primi possono altrimenti essere emessi direttamente da banche senza l'ausilio di società filtro, risultando in tal caso maggiormente sconvenienti per l'investitore, che dovrà sopportare un duplice rischio di

---

<sup>75</sup> Per un'analisi più dettagliata si veda RUCCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della legge 30 aprile 1999, n. 130* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2001, p. 396.

<sup>76</sup> Nella strutturazione del *risk profile* di un progetto d'investimento, nel caso in esame di un mutuo, i tre parametri essenziali alla base del concepimento di una curva di distribuzione che tenga conto del probabile andamento del titolo sono: 1) Esposizione al *Default*, intesa come massima perdita impattante sul mutuante al momento della bancarotta del mutuatario; 2) Probabilità di *Default*, funzione decrescente della *Distance to Default*, calcolata tipicamente mediante modelli statistici come il Modello di Merton o il KMV; 3) *Recovery Rate*, inteso come quantità recuperabile dall'ente fallito in seguito ad apertura della procedura di liquidazione.

credito: sia quello contenuto nell'assicurazione da lui fornita siglando la parte di CDS sia quello della banca commisurato alla sua probabilità di insolvenza, data la mancata segregazione dei sottostanti.

Colui che cerca di sbarazzarsi del rischio di credito inerente a un mutuo (posto che sia questa l'attività da cui dipende il verificarsi dell'evento), emette la C.L.N. e la colloca presso gli investitori, che percepiscono un tasso di interesse proporzionale al rischio di credito del mutuatario. Il denaro percepito dalla banca (o dallo SPV) a fronte dei titoli emessi viene in seguito investito in titoli con bassa probabilità di default, come ad esempio *Treasury Bonds*. Se il mutuatario risulta solvente, l'*issuer* della C.L.N. adempie pagando quest'ultima nella sua interezza. Viceversa, in caso di insolvenza/bancarotta del mutuatario, l'investitore diviene creditore della società che ha contratto il mutuo, e può rivalersi esclusivamente sul mutuo stesso. Chiaramente, il vantaggio per la banca si individua nella facoltà di ottenere, a fronte di oneri finanziari superiori, una riduzione del rischio complessivo di determinati portafogli, scongiurando in parte i rischi di insolvenza trasferendo quest'ultimi al mercato.

La differenza in termini di composizione formale tra i titoli frutto di cartolarizzazione e le *Credit Linked Note* emerge dal fatto che queste ultime incorporano due distinti titoli (obbligazione e CDS) per assolvere alla medesima funzione rispetto a quella degli ABS, e la natura c.d. "derivata" di questi ultimi la si ritrova nella circostanza che il portatore di titoli assume il rischio di crediti che non gli vengono trasferiti, ma su cui percepisce un rendimento commisurato ai flussi di valore che confluiscono dai diritti incorporati negli stessi, e su cui si può rivendicare una volta che essi cessano di rimborsare quanto pattuito. Inoltre, le CLN presentano un ulteriore vantaggio consistente nel dare una protezione all'emittente dall'eventuale *downgrade* di un insieme di mutui, determinando una riduzione del tasso cedolare pagato ai detentori dei titoli, garantendo a costoro possibilità molteplici, che non si limitano ai due casi discreti che vedono in alternativa il pagamento delle cedole o il mancato pagamento delle stesse.

Il parallelismo tra le due formule appena illustrate non viene univocamente accettato nella dottrina, sebbene sia ostico sconfessare l'orientamento che le vede come

due fattispecie pressoché analoghe. Alcuni, infatti, suppongono che si tratti di titoli atipici non dissimili dai *Commercial Paper*<sup>77</sup> e dalle Polizze di Credito Commerciale<sup>78</sup>.

Si potrebbe comunque teorizzare che accostare gli ABS ai derivati di credito può portare con sé il rischio di rimuovere il *focus* dell'attenzione dalla ragione che sprona determinate imprese ad accorpate crediti per cartolarizzarli, ovvero rendere liquide risorse altrimenti illiquide. Ne è la dimostrazione la contingenza non insolita in cui versano determinate imprese che sottoscrivono le *tranches junior* delle emissioni complessive, tipicamente per sorreggere l'intera emissione, con il risultato di trattenere in portafoglio la maggioranza del rischio di credito.

Una frangia di autori meno ortodossa, tra cui Galletti, hanno manifestato la tentazione di assimilare gli ABS ai contratti di associazione in partecipazione, ove la società per la cartolarizzazione sarebbe l'associante, mentre i prenditori di titoli gli associati. Questa fattispecie inusitata di contratto ricorre nei casi in cui venga richiesta notevole flessibilità nel compimento di un'operazione, e si voglia legare la remunerazione di coloro che conferiscono mezzi finanziari<sup>79</sup> al buon esito reddituale dell'operazione. La ragione di tale paragone risiederebbe nel fatto che sia stata imputata alla società per la cartolarizzazione un'attività di tipo imprenditoriale<sup>80</sup>, ritenendo bastevole ciò per assoggettare i titoli emessi allo schema dettato dall'art. 2549. Si sottolinea che il sinallagma presente nei contratti di associazione in partecipazione si manifesta

---

<sup>77</sup> *Commercial Paper*: dal punto di vista funzionale è equivalente alla cambiale finanziaria di cui si è già detto, e assolve allo scopo di finanziare il fabbisogno di capitale circolante netto dell'impresa.

<sup>78</sup> *Polizza di Credito Commerciale*: si tratta di uno strumento mediante il quale una società A contrae un finanziamento dalla società B, impegnandosi contestualmente a rilasciare un documento attestante una "ricognizione di debito" ex art. 1988 c.c. per un ammontare superiore rispetto al debito contratto, in modo che vengano computati anche gli interessi. All'interno della polizza viene designata una banca alla quale si promette che verrà reso disponibile il denaro ad una certa data. La banca stessa emette, poi, una fidejussione a garanzia del debito. La polizza stessa è, in seguito, destinata alla circolazione.

<sup>79</sup> In una data anteriore al riordino della disciplina concernente i contratti di lavoro (D. lgs. n. 81/2015) inserita nell'ambito più complessivo del c.d. *Jobs Act*, era permessa la qualificazione di associato anche a colui che apportava essenzialmente capitale umano (sottoforma di attività lavorativa). Da quel momento viene richiesta la presentazione di un capitale all'accesso.

<sup>80</sup> Vedi *infra* p. 64. Il fatto che l'attività posta in essere dalla società per la cartolarizzazione fosse qualificabile come attività d'impresa non fu stabilito da subito, e ci vollero anni per dipanare la questione definitivamente.



nell'attribuzione di una quota degli utili agli associati in cambio dell'apporto. Questo fatto da solo sorregge la smentita, visto che al prenditore di titoli non spetta alcun utile, e, se anche vi fosse un'eccedenza di flussi in entrata dal portafoglio di crediti ceduti questa evenienza non si tramuterebbe in un ulteriore premio al rischio erogabile a favore di costoro. Inoltre, anche se risultassero utili dalla gestione del portafoglio ed imputazione delle somme alla società per la cartolarizzazione, questi andrebbero considerati corrispettivi (o rimborsi spese) non attinenti allo scopo della società, che in ogni caso non è lucrativo<sup>81</sup>

Considerando che non vi è uniformità di vedute, alcuni autori<sup>82</sup> hanno sostenuto che il mancato inquadramento degli ABS in una categoria strettamente delimitata di titoli possa intendersi intenzionale, arrivando ad ipotizzare che l'interesse del legislatore fosse orientato a creare una tipologia di titoli atipici sufficientemente malleabile, sebbene imperniata in una cornice tributaria ben definita (come da artt. 5 e 6, l. 130/1999).

#### **4. La società per la cartolarizzazione.**

La società per la cartolarizzazione viene richiamata all'art. 3, l. n. 130/1999, e si identifica con l'ente che ha come compito la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione di crediti. Tale società è appositamente costituita per svolgere due funzioni: l'imputazione dei crediti presso un patrimonio segregato sia da quello della SPV stessa, sia da quello in cui affluiscono altri crediti afferenti ad altre operazioni, e l'emissione di titoli da collocare nel mercato.

Si noti che l'introduzione di una società del genere nel nostro ordinamento era preordinata alla necessità di avere un veicolo che permettesse di insinuare un istituto giuridico di stampo *common law* all'interno di un ordinamento come quello italiano, che,

---

<sup>81</sup> RUCCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti a due anni dall'entrata in vigore della legge 30 aprile 1999, n. 130* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2001, p. 398.

<sup>82</sup> RUMI, *Securitization in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000, p. 438 ss.

nonostante le affinità con i sistemi europei, non manifestava di certo un *favor* per il paradigma di *securitization* franco-spagnolo.

#### ***4.1 Insensibilità del patrimonio alle revocatorie come forma di tutela della segregazione patrimoniale.***

In Italia, all'epoca dell'ideazione del disegno di legge, non vi erano strumenti che consentissero una separazione patrimoniale e al contempo permettessero la costituzione di un vincolo sul patrimonio stesso al fine di destinarlo a scopi individuati. Non ci si sta riferendo alle società di capitali di diritto comune che essenzialmente consentivano già una separazione patrimoniale rispetto alle sostanze di cui i soci sono personalmente titolari, giacché l'inserimento di queste in una struttura così complessa avrebbe creato due tipologie di disguidi: anzitutto il patrimonio della SPV non doveva in alcun modo essere compromesso dalle ragioni dei creditori, i quali se avessero avuto modo di intaccare le fondamenta della SPV ponendola in stato di liquidazione, avrebbero creato un pregiudizio ad altri creditori di differenti operazioni poste in essere dalla società medesima; in secondo luogo, una società regolata integralmente dalle disposizioni civilistiche sarebbe stata assimilata agli operatori finanziari come identificati dal Titolo V del T.U.B., con ciò necessitanti un capitale sociale iniziale quintuplicato rispetto alle S.p.a ordinarie<sup>83</sup>.

Per garantire l'efficacia della segregazione il legislatore decise fin subito di corazzare il portafoglio di crediti ceduti schermandolo dalle revocatorie fallimentari. Ciò si ottenne con l'introduzione di un insieme di deroghe al regime fallimentare generalmente applicato. Tale protezione trovò luogo già nel testo originario all'art. 4, commi terzo e quarto, subendo poi modificazioni volte a rendere il testo conforme con le implementazioni legislative intervenute in data successiva. Al terzo comma, nella formulazione attuale, si dispone che «ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla

---

<sup>83</sup> Ad oggi l'art. 107 T.U.B. stabilisce che la Banca d'Italia emana istruzioni circa la dotazione patrimoniale degli intermediari finanziari, commisurandola alla loro operatività.

società cessionaria non si applicano l'art. 65<sup>84</sup> e l'art. 67<sup>85</sup> del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 (di seguito legge fallimentare, o L.F.), e successive modificazioni<sup>86</sup>, ovvero, dalla data di entrata in vigore del decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, l'art. 164, comma 1, e l'art. 166 del medesimo decreto legislativo». Anzitutto va chiarito, come in seguito si approfondirà, che i pagamenti vengono incassati indirettamente dalla società cessionaria, posto che è la legge stessa ad incaricare quest'ultima (o l'emittente titoli) dell'onere di individuare il soggetto deputato alla riscossione dei crediti ceduti. Al quarto comma, la legge afferma che «per le operazioni di cartolarizzazione disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e un anno previsti dall'art. 67 [L.F.], ovvero dalla data di entrata in vigore del decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, dall'articolo 166 del medesimo decreto legislativo sono ridotti, rispettivamente a sei ed a tre mesi».

Sottrarre i pagamenti effettuati in favore della società cessionaria all'applicazione dell'art. 67 equivale a cancellare l'ipotesi di revocatoria fallimentare sui pagamenti stessi in caso di fallimento dei debitori ceduti. Il comma seguente, riducendo i termini di esperibilità dell'azione di revocatoria fallimentare nei confronti dell'intera operazione di cartolarizzazione, limita le probabilità l'operazione stessa subisca perturbazioni.

---

<sup>84</sup> Art. 65, regio decreto 16 marzo 1942, n. 267: «sono privi di effetto rispetto ai creditori i pagamenti di crediti che scadono nel giorno della dichiarazione di fallimento o posteriormente, se tali pagamenti sono stati effettuati dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento». La *ratio* di questa previsione va ricercata nella volontà di prevenire comportamenti fraudolenti volti a privilegiare irrazionalmente l'estinzione di debiti la cui esigibilità si collocherebbe in un momento temporale successivo (posteriore alla data di dichiarazione di fallimento). Ad esempio, conflitti di interesse o logiche asservite allo svuotamento delle casse aziendali per fini personalistici potrebbero motivare ciò che questo articolo intende contrastare. Invalidando il pagamento dei debiti (nei confronti dei creditori) qualora rientri nello schema tratteggiato, i creditori restanti vengono godono del ripristino dei loro diritti originari, giacché le quote di loro pertinenza rimangono immuni dal tentativo di annacquamento.

<sup>85</sup> L'art. 67, senza citarlo per intero, elenca gli atti a titolo oneroso, i pagamenti e le garanzie che sono soggetti alla revoca qualora la controparte beneficiaria sia consapevole del versamento in stato di insolvenza della società.

<sup>86</sup> Nel testo originario della l. n. 130/1999, la disapplicazione dell'art. 65 della L.F. non era prevista. La sua introduzione seguì all'entrata in vigore del D. l. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito con modificazioni dalla l. 21 febbraio 2014, n. 9. La *ratio* dell'esenzione dalla revocatoria stabilita dall'art. 65 va ricercata nel desiderio di non frapporre ostacoli ingiustificati fra mutuatario e mutuante nel caso in cui il primo eserciti il diritto di estinzione anticipata di un credito che, data la suddivisione rateale, non risulta mai liquido ed esigibile integralmente.

Di fatto, il legislatore, cercando di contemperare esigenze opposte, ha compiuto un'ardua scelta che si sostanzia nella prevaricazione dell'interesse alla certezza dei traffici commerciali rispetto alla tutela della *par condicio creditorum*<sup>87</sup>. Considerato che non si tratta dell'unica fattispecie afferente alla sfera finanziaria in cui l'azione revocatoria viene attenuata<sup>88</sup>, può essere intravisto un *favor* del legislatore per il germogliare di attività finanziarie innovative, indirizzato per lo più all'allineamento del sistema Paese ai contesti più avanzati, dove la certezza delle transazioni rimane un caposaldo cui aspirare<sup>89</sup>. Questa non appare essere, tuttavia, l'unica ragione che può aver motivato deroghe simili. Anzitutto potrebbe ipotizzarsi che, considerato che all'art. 67 viene posta la mancata

---

<sup>87</sup> Sul punto si veda FERRO-LUZZI, PISANTI, *op. cit.* p. 308.

<sup>88</sup> Prima che venisse abrogato dal D. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, l'articolo 71 del T.U.F. sanciva che «la compensazione, la liquidazione e la garanzia delle operazioni effettuate con l'intervento dei sistemi disciplinati ai sensi degli articoli 69 e 70 sono definitive e non possono essere dichiarate inefficaci, con riferimento all'effetto retroattivo dell'apertura di procedure concorsuali, neppure nel caso in cui i partecipanti siano assoggettati alle procedure medesime». Questa norma dimostra come le limitazioni del raggio di operatività delle revocatorie fallimentari possano nascere per preservare esigenze differenti; in questo caso la ragione di tale previsione andava ricercata nella volontà di garantire l'attendibilità dei sistemi escogitati a tutela di certe transazioni finanziarie, dimodoché gli strumenti posti a garanzia o a margine non venissero invalidati da creditori di coloro che li disponevano.

Con l'entrata in vigore del D. l. n. 35 del 2005 (ossia il c.d. "Decreto Competitività") si è introdotto un nuovo comma 3° nell'art. 67 della Legge Fallimentare, che ha portato con sé una serie di esenzioni da revocatoria fallimentare. Le condizioni dell'esonero dei pagamenti di beni e servizi si ritrovano nella lett. a) del terzo comma, e sono due: che tali pagamenti siano effettuati nel corso dell'attività d'impresa e che avvengano nei termini d'uso. Tali esenzioni sarebbero finalizzate, secondo la giurisprudenza di merito, ad assecondare una prosecuzione agevole dell'attività d'impresa anche nel periodo transitorio in cui viene aperta una procedura concorsuale, in modo che il timore generato dalla possibilità di una revoca dei pagamenti non conduca a un'*escalation* che, come punto d'arrivo, porti ad una sospensione dei rapporti con l'impresa. È da menzionare che parte della dottrina si è schierata contro queste previsioni, considerate azzardate. Ad esempio, GALLETI, *Le nuove esenzioni dalla revocatoria fallimentare in Giurisprudenza Commerciale*, 2007, p. 163 ss., sostiene – parafrasando molto succintamente il suo pensiero – che la farraginosità e l'incoerenza delle norme introdotte vada letta non tanto nell'interesse a tutelare il prosieguo dell'attività d'impresa durante fasi turbolente dell'insolvenza in atto, bensì venga contestualizzata nel clima di "fortissime pressioni lobbistiche" vigenti anteriormente all'introduzione della legge.

<sup>89</sup> È anche possibile intravedere l'utilità sociale insita nel favorire l'assenza di inghippi nel processo di compimento dell'operazione di cartolarizzazione. Le operazioni che si concludono con esito positivo, infatti, permettono di liberare risorse fruibili dall'istituto cedente, sotto forma di liquidità, per l'effettuazione di nuovi investimenti, con conseguente reintroduzione del ricavato nell'economia.

*scientia decoctionis*<sup>90</sup> quale condizione sufficiente per assolvere la controparte beneficiaria dei pagamenti, si renderebbe complesso, per il curatore fallimentare dei debitori falliti, convalidare o meno la presenza di elementi oggettivi che suggeriscono la consapevolezza da parte della società cessionaria (SPV) dello stato di fallimento che può interessare vari debitori ceduti (tuttalpiù se si considera che gli elementi hanno base presuntiva, tanto che viene valutata ad esempio la possibilità di accedere alla centrale dei rischi, la fattibilità che il soggetto chieda informazioni periodiche sullo stato di salute delle controparti creditizie...). Ciò lo si deduce a partire dalla natura stessa della società cessionaria, che deve considerarsi solo come un centro di imputazione di attività creditizie finalizzato a segregare patrimoni, e perciò privo di un'architettura complessa e un organigramma di funzioni astruse. Infatti, a seguito di cessioni che riguardano un coacervo di crediti, e stante la natura multicomparto che attiene a certe società veicolo, è audace azzardare che tali società possono interessarsi di acquisire elementi indiziari per una indagine andamentale delle singole controparti.

In aggiunta, va considerato che gli investitori, nel caso in cui i flussi loro destinati fossero insufficienti, non potrebbero esperire azioni nei confronti della società veicolo sul patrimonio aziendale<sup>91</sup>, data la qualità *limited recourse* che connatura i titoli. Allo stesso modo essi non possono arrogarsi diritti nemmeno nei confronti dell'*originator*<sup>92</sup>. Gli investitori, in seguito a questa tutela addizionale, saranno più propensi a virare verso investimenti in ABS, stante la sicurezza dei flussi finanziari loro destinati. L'incertezza circa le azioni revocatorie fu, infatti, un ostacolo al consolidamento, in Italia, della cartolarizzazione già prima che la legge n. 130/1999 fosse introdotta. Per lo meno, ad oggi, sacrificando parzialmente gli interessi dei creditori di un soggetto interessato da fallimento, le operazioni di cartolarizzazione vengono rese sufficientemente scorrevoli, senza che vi siano evidenti sbilanciamenti che arrecano nocimento a controparti "deboli" dei rapporti che si generano.

---

<sup>90</sup> *Scientia Decoctionis*: "conoscenza dello stato di insolvenza".

<sup>91</sup> Vedi *infra* p. 71.

<sup>92</sup> Le cessioni del portafoglio crediti, motivate dal desiderio di trasferire parzialmente o integralmente il rischio di credito, avvengono *pro soluto*, ossia, in caso di insolvenza dei debitori originari, il cedente non è tenuto a rispondervi. Anche qualora il rischio di credito volesse essere trasferito in parte, ciò avverrebbe siglando una frazione delle *junior tranches*.

Non va sottovalutato nemmeno il fatto che le agenzie di *rating* sono solite chiedere che vi sia effettiva *bankruptcy remoteness* del portafoglio di crediti oggetto di cessione<sup>93</sup> al fine di erogare all'insieme di ABS una valutazione del merito creditizio complessivamente superiore a quella che altrimenti verrebbe attribuita al cedente.

Riprendendo l'analisi del testo di legge, al terzo comma dell'art. 4 della l. n. 130/1999 si assiste ad una esenzione assoluta, poiché anche il cedente non potrà mai venire coinvolto da azioni revocatorie, nemmeno se incaricato dal cessionario all'espletamento del servizio di riscossione. Di scarso rilievo è la circostanza che anche l'*originator* si avvantaggia dell'esenzione al pari del cessionario. È opportuno, però, osservare che il comma terzo precisa espressamente che la disapplicazione degli art. 65 e 67 della legge fallimentare inerisce unicamente ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti al cessionario, creando sul punto un clima divisivo nel quale parte della dottrina si è trovata concorde nel sostenere che l'applicabilità della limitazione all'azione revocatoria debba ritenersi riferita esclusivamente ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti che siano conformi alle caratteristiche del comma 2° dell'art. 67 (pagamenti di debiti liquidi ed esigibili), dovendosi escludere, secondo questa interpretazione letterale, gli «atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con denaro o con altri mezzi normali di pagamento [...]». Questo modo di decodificare la norma viene, però, ritenuto errato da coloro che ritengono che debba darsi una applicazione della disposizione più estensiva, che comprenda tutte le specie di pagamento che si rinvencono nell'art. 67. Le ragioni sarebbero da ritrovarsi, in primo luogo, nella sottesa intenzione del legislatore di non creare disparità di trattamento basate sulle caratteristiche intrinseche dei pagamenti che non costituiscono una discriminante in nessun altro punto della norma. In secondo luogo, se l'interpretazione corretta non fosse conforme all'ultima presentata, non si sarebbe in grado di spiegare la ragione per cui viene specificato, all'art. 4, comma 4, l. n. 130/1999 che «i termini di due anni e di un anno previsti dall'art. 67 [L.F.] sono ridotti,

---

<sup>93</sup> Non si sta facendo aperto riferimento all'implausibilità che il cessionario/emittente venga coinvolto da procedure concorsuali, poiché, come si vedrà più ampiamente in seguito, sembrerebbero esistere dei casi (dovuti a negligenza professionale lesiva dell'integrità dei patrimoni, piuttosto che a esecuzione di atti illeciti commessi dagli amministratori) in cui le ipotesi di fallimento non sono così remote.

rispettivamente, a sei e a tre mesi», dal momento che il secondo comma dell'art. 67 non contempla termini multipli nel compimento di pagamenti differenti.

Inoltre, il terzo comma, nel normare l'esenzione dalle revocatorie fallimentari, non si esprime circa l'azione revocatoria ordinaria, come disciplinata dall'art. 2901 C.c.<sup>94</sup> e dall'art. 66 L.F. Con l'azione revocatoria ordinaria (che differisce da quella fallimentare) il creditore può richiedere che determinati atti di disposizione del patrimonio, realizzati dal debitore, vengano resi inefficaci nei suoi confronti (mantenendo dunque validità tra le parti, ma divenendo sterile negli effetti nel rapporto tra debitore e creditore, dove il primo potrà agire sulla quota di patrimonio di cui si è disposto per l'ammontare cui gli compete) qualora gli rechino pregiudizio. Nell'arrecare pregiudizio vi dev'essere la consapevolezza, però, da parte del debitore, che l'atto di disposizione risulta lesivo nei confronti del creditore. Tale consapevolezza non prevede che vi sia l'intenzionalità di generare pregiudizio al creditore<sup>95</sup>, poiché considerata ininfluenza nel giudizio complessivo. Sebbene si possa addurre, quale argomento, che a fini comparativi le fattispecie sono analoghe in molti aspetti, non è possibile estendere quanto previsto in tema di esenzione dalla revocatoria fallimentare nelle operazioni di cartolarizzazione anche all'azione revocatoria ordinaria, in ragione del fatto che nel testo di legge (l. n. 130/1999) non viene fatto cenno all'art. 66 L.F. La mancata inclusione dell'esenzione dall'azione revocatoria ordinaria attiene principalmente a due fattori: il maggior impatto lesivo della revocatoria fallimentare sul patrimonio della società veicolo qualora l'azione venisse intrapresa e l'improbabilità che la controparte si scomodi a fornire elementi probatori che attestino la cognizione, da parte della società veicolo, che siano stati

---

<sup>94</sup> Art. 2901 C.c. «Il creditore, anche se il credito soggetto a condizione o a termine, può domandare che siano dichiarati inefficaci nei suoi confronti gli atti di disposizione del patrimonio con i quali il debitore rechi pregiudizio alle sue ragioni, quando concorrono le seguenti condizioni: che il debitore conoscesse il pregiudizio che l'atto arrecava alle ragioni del creditore o, trattandosi di atto anteriore al sorgere del credito, l'atto fosse dolosamente preordinato al fine di pregiudicarne il soddisfacimento; che, inoltre, trattandosi di atto a titolo oneroso, il terzo fosse consapevole del pregiudizio e, nel caso di atto anteriore al sorgere del credito, fosse partecipe della dolosa preordinazione».

<sup>95</sup> Si richiede che compaiano due requisiti, affinché sia possibile esperire l'azione revocatoria ordinaria: la c.d. *scientia damni* (la consapevolezza di cui si è fatto cenno) e il c.d. *eventus damni* (il danno subito dal creditore per il venir meno della garanzia patrimoniale previamente fornita dal creditore). Tra l'altro, il pregiudizio può anche essere presunto, ovvero si ritiene sia sufficiente che vi sia incapacità nel patrimonio del debitore rispetto l'ammontare di debito maturato nei confronti del creditore.

compiuti atti impropri di disposizione del patrimonio da parte del debitore (stabilire che vi sia connivenza è molto complesso in virtù del già ribadito disinteresse della società veicolo circa eventuali azioni compromettenti poste in essere dai singoli debitori)<sup>96</sup>.

Si è detto, in riferimento al quarto comma dell'art. 4 della l. n. 130/1999, che con esso si decurtano le possibilità che l'operazione di cartolarizzazione, genericamente intesa, possa subire eccessivi turbamenti<sup>97</sup>. Questo scopo viene raggiunto dimezzando i termini in cui i creditori degli attori che sorreggono l'operazione possono esperire azioni revocatorie su atti di disposizione dei patrimoni afferenti alla stessa. Ad esempio, nel fallimento dell'*originator*, una pleora di creditori potrebbe insorgere col fine di rendere inefficace la cessione dei crediti, inabissando l'operazione. Il fine che l'intero articolo 4 si propone di risolvere è quello di preordinare (in una certa misura) gli interessi dei prenditori di ABS rispetto alla *par condicio creditorum*, ergo, in quest'ottica, risulta più immediato comprendere come l'innovazione finanziaria abbia fornito un movente per lo svecchiamento dell'art. 67 della L.F., che, in seguito al D. l. 14 marzo 2005, n. 35, prevede una serie di ambiti sottratti dalle azioni revocatorie, tra cui compaiono «gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria [...]».

Sebbene risulti di fatto irrealizzabile l'ipotesi di esperibilità dell'azione revocatoria da parte del cedente non sono mancati gli auspici di parte della dottrina<sup>98</sup> affinché la legge venga emendata per garantire l'esclusione di questa, seppure remota, possibilità.

---

<sup>96</sup> FERRO-LUZZI, PISANTI, *op. cit.* p. 318.

<sup>97</sup> Ancorché non si faccia menzione esplicita, il comma quarto riguarda esclusivamente le azioni intraprendibili nei confronti del cedente. Dalla lettura del testo si evince, infatti, molta ambiguità, dato il difetto di chiarezza consistente nel non aver specificato chi sarebbero i destinatari delle azioni revocatorie. Il fatto che si tratti dell'*originator* lo si desume meditando sulla *ratio legis*. Della stessa opinione, TARGHETTI, *op. cit.* p. 418.

<sup>98</sup> Sul, punto, sempre TARGHETTI, p. 417.



## 4.2 Esclusività dell'oggetto sociale.

Le disposizioni che regolano i requisiti di conformità della società veicolo alla normativa italiana ci vengono fornite dall'art. 3 della l. n. 130/1999. Curiosamente, la congiunzione "o", situata al primo comma dell'articolo terzo<sup>99</sup> ha dato vita ad una serie di interrogativi sulle conseguenze che avrebbe comportato l'ammettere che la società cessionaria e la società emittente fossero due entità disgiunte. Un primo dubbio aveva ad oggetto la correttezza nel ritenere, come si evince dalla sintassi utilizzata, che la società cessionaria fosse limitata al perseguimento di un'oggetto esclusivo tanto quanto la società emittente. Giungere ad una conclusione basata esclusivamente sul dato letterale però, rischia di ergersi su basi deduttive fallaci, giacché sarebbe illogico inferire che, mentre alla società emittente vengono posti limiti a tutela delle situazioni di conflitto di interesse che potrebbero sorgere a seguito di possibili commistioni di capitale, lo stesso non debba accadere alla società che, all'atto pratico, custodisce il patrimonio di attivi da cartolarizzare<sup>100</sup>.

Ammettendo che non si debba avere coincidenza tra società emittente e società cessionaria, il legislatore ha voluto ammiccare a quei sistemi normativi che concedono molta flessibilità nella struttura adottabile per condurre l'operazione, poiché si ravvede in quest'ultima il mezzo per perseguire finalità eterogenee. Ad esempio, la cartolarizzazione potrebbe essere funzionale allo smobilizzo di attività liquide, piuttosto che alla monetizzazione di parte del portafoglio attivo, piuttosto che al trasferimento di parte del rischio di credito detenuto, o ancora, al ridurre indirettamente i requisiti patrimoniali richiesti dalla normativa, aumentando la leva finanziaria<sup>101</sup>.

Riguardo l'esclusività dell'oggetto sociale, la norma cerca di precludere alla società veicolo di realizzare operazioni superflue rispetto a quelle ritenute opportune all'assolvimento del suo fine. Inoltre, considerata la *thin capitalization* è imperativo che la società non distrugga l'effimero patrimonio per il compimento di attività estranee

---

<sup>99</sup> Art. 3, comma 1, l. n. 130/1999, che recita espressamente: «la società cessionaria, o la società emittente titoli se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più cartolarizzazioni di crediti».

<sup>100</sup> RUMI, *op. cit.* p. 467.

<sup>101</sup> FERRO-LUZZI, PISANTI, *op. cit.*, p. 249.

all'oggetto sociale. Va ricordato che lo SPV è tenuto essenzialmente ad attuare la segregazione patrimoniale tra patrimoni afferenti ad operazioni diverse, ragion per la quale viene richiesta la *bankruptcy remoteness* come valore fondativo che la società deve perseguire. Infatti, sarebbe del tutto inopportuno che la società divenisse vittima di creditori insoddisfatti che promuovono azioni revocatorie (o, più in generale, provvedimenti concorsuali).

Il legislatore, nel prevedere l'esclusività dell'oggetto sociale, circoscriveva quest'ultimo in un ambito più ristretto rispetto a quello previsto per la generalità di intermediari tenuti all'iscrizione nell'Elenco Generale *ex art. 106 T.U.B.*, i quali erano adibiti a svolgere "Attività Finanziarie". Sottraendo la società veicolo dallo svolgimento di attività ulteriori, eccetto quelle strettamente strumentali alla placida conclusione dell'operazione di cartolarizzazione, oltre a rendere la società stessa meno suscettibile al fallimento, si rendeva il *risk profile* dei titoli ABS linearmente dipendente da fattori endogeni alla performance del portafoglio, rendendolo immune da influenze estranee<sup>102</sup>.

In ogni caso, un dato cruciale che corrobora la tassatività della norma che impone l'esclusività dell'oggetto sociale viene alla luce dal fatto che la società che dovesse prevedere, nello statuto, un'oggetto sociale più ampio rispetto a quello limitato alla conduzione di una o più operazioni di cartolarizzazione (con relative attività strumentali, strettamente intese<sup>103</sup>), andrebbe in contro al rischio di una dichiarazione di nullità per illiceità dell'oggetto sociale *ex art. 2332 C.c., comma 1, n. 2)*<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup> GIANNELLI, *La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell'impresa* in *Rivista Diritto Societario, Fascicolo 4, 2002*, p. 926.

<sup>103</sup> Sono da considerarsi estranei atti e negozi che hanno solo un collegamento mediato con la messa in essere dell'operazione di cartolarizzazione. Ciò non toglie, come si vedrà in un paragrafo seguente, che determinate attività connesse/strumentali siano consentite proprio dalla l. n. 130/1999, che ne richiede menzione nel prospetto informativo da allegare all'operazione (art. 2, comma 3). GUERRIERI-GALLETTI, ne *La cartolarizzazione*, p. 155, ritengono che debba essere fatto specifico e puntuale richiamo di tali attività nella determinazione dell'oggetto sociale, per comprenderne esplicitamente la portata e l'escursione. Questo affinché sia possibile discernere quando si sia di fronte ad atti *ultra vires* (ossia che esulano dai poteri che sono ammessi dall'oggetto sociale) o ad atti *intra vires*.

<sup>104</sup> Sul punto sempre GIANNELLI, *op. cit.*, p. 929.

### ***4.3 Forma societaria adottabile e aderenza parziale della società alla disciplina del T.U.B.***

La forma societaria adottabile dalla società per la cartolarizzazione ci viene fornita al terzo comma dell'art. 3 della legge cardine del sistema, laddove afferma che è necessario che sia costituita in forma di società di capitali, non meglio identificando sottospecie specifiche. Prima che il terzo comma dell'art. 3 della legge in esame fosse emendato, si sottoponeva la società per la cartolarizzazione al rispetto delle disposizioni recate dall'art. 106 del T.U.B., che stabilivano, specificamente al comma terzo, che l'iscrizione degli intermediari nell'elenco generale dei soggetti operanti nel settore finanziario era subordinata all'adozione di una determinata forma societaria, tra le quali figurava anche la società cooperativa (non vigeva ancora la norma che stabiliva l'obbligatorietà dell'adozione della forma di società di capitali).

La sottoposizione della società veicolo alle norme che sino ad allora regolavano meramente gli operatori bancari si è giustificata, tra le altre cose, nella necessità di sovrintendere il processo di trasformazione del pacchetto di crediti in titoli collocati nei mercati, attenzionando la vita del titolo sino alla sua estinzione. Infatti, lo SPV svolge un ruolo di "intermediazione fiduciaria" che si estrinseca nell'imputazione di una frazione di patrimonio del cedente, confluyente in un patrimonio separato di cui gli è affidata la gestione<sup>105</sup>

Adottando un'ottica di ricostruzione degli interventi normativi che si sono susseguiti e che hanno plasmato la fattispecie, sino a renderla quella attualmente vigente, si dirà che, prima dell'aggiornamento intervenuto ad emendare il comma terzo dell'art. 3<sup>106</sup> si poneva il dubbio se la società per la cartolarizzazione dovesse iscriversi solamente presso l'Elenco Generale *ex art. 106 T.U.B.* o anche presso l'Elenco Speciale *ex art. 107 T.U.B.*

Prima ancora di procedere alla scomposizione del problema nelle sue parti elementari, però, va menzionato il fatto che la disciplina contenuta nel Titolo V del T.U.B.

---

<sup>105</sup> RUCCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della l. 30 aprile 1999, n. 130 in Giurisprudenza Commerciale*, p. 400.

<sup>106</sup> Aggiornamento introdotto con d. lgs. 13 agosto 2010, n. 141, modificante il contenuto dell'art. 3, comma 3, l. n. 130/1999 attraverso il dettato presente nell'art. 9, comma 3 del presente decreto.

è mutata radicalmente con la conclusione del termine transitorio in cui la normativa dettata dalla novella contenuta nell'art. 10, D. lgs. n. 141/2010 permaneva in uno stato di "ibernazione". Infatti, a partire dal 12 maggio 2016 la Banca d'Italia ha cessato di mantenere gli Elenchi Speciale e Generale degli intermediari finanziari, con conseguente espunzione di tutti gli intermediari ancora iscritti. In data anteriore a tale riforma vigeva una tripartizione degli intermediari finanziari per quanto concerneva l'inserimento in differenti elenchi: gli iscritti nell'Elenco Generale *ex* art. 106 T.U.B.; gli iscritti nell'Elenco Speciale *ex* art. 107 T.U.B.; infine, gli iscritti presso un'apposita sezione dell'Elenco Generale prevista dall'art. 113 T.U.B. La tenuta dell'Elenco Generale fu affidata alla Banca d'Italia a partire dal 2008, in seguito all'assorbimento delle funzioni dell'Ufficio Italiano dei Cambi (U.I.C.)<sup>107</sup>, mentre in una fase anteriore tale funzione era attribuita al Ministero del Tesoro. L'Elenco Speciale, invece, è stato da sempre assegnato in gestione alla Banca d'Italia. Una prospettiva su questa tricotomia è utile fornirla poiché il legislatore proponeva assetti disciplinari differenziati a seconda delle modalità di esercizio delle attività di «assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma e di intermediazioni in cambi<sup>108</sup>». La discriminante fondamentale era costituita dalla tipologia di soggetti verso i quali venivano esercitate le attività suddette: qualora si fossero svolte le attività nei confronti del pubblico, il sistema di vigilanza prudenziale applicato all'intermediario diveniva necessariamente più stringente, non potendo però prescindere dalla natura dell'attività esercitata, che contribuiva a porre ulteriori prescrizioni e divieti finalizzati a comprimere la discrezionalità degli intermediari esposti a grandi quantità di rischio sistemico<sup>109</sup>. Dunque, se l'intermediario operava nei confronti del pubblico, esso veniva iscritto nell'Elenco Generale tenuto dalla Banca d'Italia, e a ciò conseguiva l'applicazione della disciplina dedicata. Se, di converso, non operava nei confronti del pubblico (intendendosi con ciò che appariva la convalida del Ministro dell'Economia e delle Finanze, competente

---

<sup>107</sup> *U.I.C.*: si trattava di un ente pubblico svolgente compiti di statistiche di bilancia dei pagamenti, di gestione delle riserve valutarie e di prevenzione di determinate forme e diramazioni del riciclaggio. Tale ufficio è stato soppresso con D. lgs. 231/2007 in attuazione della Direttiva UE 2005/60 C.E.

Le funzioni prima spettanti all'U.I.C. sono state inglobate dalla Banca d'Italia.

<sup>108</sup> Vecchio art. 106, comma 1° T.U.B.

<sup>109</sup> CAPRIGLIONE, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Milano, 2015, CEDAM, p. 356.

a individuare la platea di coloro che soggiacevano alla disciplina di riferimento), l'intermediario veniva collocato in una sezione dell'Elenco Generale prevista dall'art. 113. T.U.B. In ultima, se l'intermediario svolgeva attività nei confronti del pubblico e presentava un forte rischio sistemico, esso veniva situato nell'Elenco Speciale di cui all'art. 107 T.U.B.

Tornando all'interrogativo che affliggeva la dottrina riguardo l'elenco cui inserire la società per la cartolarizzazione anteriforma, il problema non ineriva meramente all'aspetto classificatorio, bensì contribuiva a creare disorientamento sulla disciplina applicabile. Infatti, coloro i quali venivano immessi nell'Elenco Speciale erano assoggettati a poteri di intervento di tipo ispettivo, informativo e regolamentare molto pervasivi da parte della Banca d'Italia, che emanava disposizioni anche in merito all'adeguatezza patrimoniale, al contenimento del rischio, all'organizzazione amministrativa e contabile, ai controlli interni e all'informativa da rendere al pubblico sulle materie anzidette.

Con emanazione del decreto ministeriale del 4 aprile 2001<sup>110</sup> del Ministero del Tesoro, Bilancio e Programmazione Economica volto a modificare il decreto ministeriale 13 maggio 1996 sui criteri di iscrizione degli intermediari finanziari nell'elenco speciale di cui all'art. 107, comma 1 del T.U.B., si dispose che la società per la cartolarizzazione dei crediti avrebbe dovuto essere inclusa tra gli intermediari finanziari comunque assoggettati all'iscrizione presso l'Elenco Speciale<sup>111</sup> (domanda di iscrizione da effettuarsi immediatamente dopo l'avvenuta iscrizione nell'Elenco Generale), trascendendo dalla circostanza che l'ambito di operatività selezionato dalla società comportasse un grado più o meno alto di rischio sistemico e dalla circostanza che l'attività fosse indirizzata o meno verso il pubblico (non costituendo nemmeno un parametro su cui prevedere una possibile esclusione la quantità di mezzi patrimoniali posseduti a copertura di eventuali situazioni di stress).

Questa inclusione non risultò benaccetta da chiunque, tant'è che le principali obiezioni sollevate inerirono alla sproporzionata apprensione che si sarebbe venuta a creare nei confronti degli SPV con la sottoposizione dei medesimi al rispetto dell'art. 107,

---

<sup>110</sup> Pubblicato in G.U. il 18 aprile 2001, n. 90.

<sup>111</sup> GIANNELLI, *op. cit.*, p. 920 ss.

comma 2 del T.U.B. (anteriforma), avente ad oggetto la facoltà attribuita alla Banca d'Italia di deliberare in merito ai requisiti patrimoniali e al contenimento del rischio, specie se considerata la circostanza che la società veicolo è, per l'appunto, una scatola societaria dove depositare dei crediti per poi assemblarli sopra dei titoli. La circoscrizione dell'oggetto sociale degli SPV non sembrava allinearsi con i criteri per cui si prevedevano controlli così esasperanti.

Va accennato che la disciplina degli intermediari finanziari non bancari presente nel Titolo V del T.U.B. è stata originariamente introdotta con la mera finalità di prevenire il riciclaggio di proventi di natura illecita dalla legge 5 luglio 1991, n. 197. È a partire da questo istante che, per assolvere alla funzione suddetta, si è predisposto un registro anagrafico con una finalità di censimento per quei soggetti che sono più a rischio di intrattenere relazioni che celano il transito di danaro riciclato. Unitamente a ciò, si è uniformata la disciplina attinente al settore bancario traslandola a quello “parabancario”, ossia quello coinvolgente intermediari che realizzano un'attività che presenta un alto grado di affinità con quella bancaria, pur godendo (in un'epoca anteriore) di arbitraggi regolamentari che, allora, li rendevano potenzialmente più competitivi<sup>112</sup>.

Tornando all'art. 3 della l. n. 130/1999, con il comma terzo della formulazione iniziale si sottoponeva la società per la cartolarizzazione alla disciplina dettata dal titolo V del T.U.B. con una serie di eccezioni, costituite dalla deroga all'applicazione del comma 2 e 3, lettere *b*) e *c*). Il comma 2 dell'art. 106 recitava espressamente «gli intermediari finanziari indicati nel comma 1 [intermediari finanziari iscritti presso l'Elenco Generale] possono svolgere esclusivamente attività finanziarie, fatte salve le riserve di attività previste dalla legge». Va specificato che, ancora oggi, una definizione di “Attività Finanziaria” univoca non è presente in alcun testo di legge<sup>113</sup>, nonostante la comunità giuridica si sia dapprima lambiccata ed in seguito erudita al riguardo. Ciò detto, consentire alla società per la cartolarizzazione di svolgere attività finanziarie non meglio

---

<sup>112</sup> FERRO-LUZZI, PISANTI, *op. cit.*, p. 253.

<sup>113</sup> Nel corso del tempo sono state fornite una serie di definizioni, così ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014 la definisce «ogni attività o servizio che abbia attinenza con il mercato finanziario e dei capitali in genere». Èasseribile che risulta tendenzialmente accettata la definizione che sostiene che finanziaria è l'attività che si realizza in operazioni che tra le parti inizino e terminino con il denaro.

specificate si sarebbe posto in contrasto con il primo comma dell'art. 3 della l. 130/1999, che circoscriveva (e circoscrive tutt'oggi, essendo rimasto il comma immutato) l'ambito di operatività dello S.P.V., disponendo che l'oggetto sociale avrebbe dovuto limitarsi alla «realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione». Ancora, ponendo un impedimento all'effettuazione di altre attività si sarebbe assolto allo scopo di preservare la società dalla possibilità di escussione di crediti da parte di creditori differenti dai prenditori di titoli<sup>114</sup>. Mantenendo un oggetto sociale esclusivo, la società non sarebbe potuta arenare versando in uno stato di insolvenza legato allo svolgimento di attività incongruenti rispetto a quanto tipizzato legislativamente.

Riguardo l'esclusione dall'assoggettamento del comma 3, lettere *b)* e *c)*, esso concerneva due delle molteplici condizioni al ricorrere delle quali era consentita l'iscrizione nell'elenco generale. Rispettivamente, la lettera *b)* limitava l'oggetto sociale allo svolgimento di attività finanziarie, e l'esonero dal rispetto di tale norma si allinea con la considerazione pocanzi fatta, mentre la lettera *c)* esprimeva la necessità che il capitale versato fosse almeno pari a 5 volte il capitale minimo richiesto alle S.p.a. ordinarie. Prevedere che non vi fossero obblighi di capitalizzazione così esigenti risultava coerente con il modello ispiratore preso a riferimento dal legislatore, ossia quello anglosassone, che ravvedeva nella *thin capitalization* non solo un carattere ausiliario, bensì una tutela addizionale<sup>115</sup>.

#### ***4.4 Capitalizzazione della società per la cartolarizzazione.***

Riguardo la capitalizzazione della società per la cartolarizzazione, si è rilevato che quest'ultima esaudisce il desiderio di smobilizzare del capitale, e non di immobilizzarlo, perciò è da considerare con attenzione che, nella enunciazione del primo testo di legge, alcuni autori<sup>116</sup> hanno segnalato un'omissione commessa dal legislatore. Tale omissione riguarda la mancata puntualizzazione della inapplicabilità dell'art. 106, comma 4, lett. b),

---

<sup>114</sup> Vedi *supra* Cap. II, Par. 5

<sup>115</sup> Si rammenti che questo effetto, all'apparenza paradossale, va letto considerando che l'architettura dello SPV deve essere basilare, priva di funzioni ridondanti e la meno immobilizzata possibile.

<sup>116</sup> TARGETTI, *op. cit.* p. 411 ss.

del T.U.B., giacché questa norma prevedeva che il ministro del Tesoro, sentita la Banca d'Italia e l'U.I.C., per specifici intermediari finanziari svolgenti determinate attività, avrebbe potuto consentire l'assunzione di diverse forme giuridiche (nonché vincolarne la scelta) e avrebbe potuto imporre diversi limiti patrimoniali. Indubbiamente, quandanche si fosse reso necessario l'intervento del Ministro del Tesoro per disporre limiti di capitali differenti per lo SPV, tale intromissione sarebbe stata volta a ridurre i limiti piuttosto che espanderli, per ovvie ragioni. Sebbene assente, la mancata inclusione del comma 4, lett. b) del novero delle norme incompatibili con lo SPV non ha creato troppi dilemmi, poiché considerata implicita nelle intenzioni della legge. In ultima analisi, non essendo la società per la cartolarizzazione stata sottoposta a norme cogenti circa la quantificazione specifica del capitale minimo, si è inteso di lasciare all'autonomia soggettiva la determinazione della soglia più adeguata, tarando il minimo a quanto previsto dalla legge ordinaria.

Innestando nel panorama delle cartolarizzazioni un sistema derogatorio rispetto a quello previsto per gli intermediari finanziari, in tema di capitalizzazione, il legislatore ha voluto contribuire a giustificare l'assenza di specifiche previsioni in tema di fallimento della società veicolo procedendo a minimizzare la promozione di azioni concorsuali da parte dei creditori della società stessa. Lo scarso capitale dello SPV è orientato a disincentivare, per l'appunto, iniziative che potrebbero destabilizzare una struttura che ha ben poco in comune con un'impresa tradizionale. Ciò detto, la società veicolo, in qualità di impresa commerciale, non è esentata dal subire procedure concorsuali, giacché non vi è una disciplina derogatoria in merito.

Sebbene sia stato più volte richiamato il desiderio di riprodurre in Italia l'archetipo di SPV presente nei sistemi anglosassoni è utile non ingannarsi nel credere che siano presenti solo parallelismi. Già all'epoca dell'introduzione della legge n. 130/1999 la principale differenza concettuale che emergeva lampante ineriva l'evanescenza della SPV una volta compiuta l'operazione. Alla società, nei sistemi *common law*, ci si riferiva con l'appellativo "*orphan company*" in seguito all'impossibilità di ricondurre il tipo societario a fattispecie esistenti e per l'estraneità al circuito bancario o delle attività finanziarie comunemente diffuse. Tali società venivano sistematicamente costituite e sciolte a seguito del compimento della singola operazione, la loro capacità di autonoma determinazione dei programmi imprenditoriali era assente, non erano soggette a vigilanza de parte degli organismi regolatori, non prestavano garanzie specifiche ai prenditori dei



titoli (eccezion fatta per le garanzie fornite dal portafoglio crediti, che rappresentava però patrimonio distinto da quello della società) e ottemperavano solo alla funzione loro affidata di segregare il patrimonio del cedente<sup>117</sup>. Si trattava in genere di appendici degli *arrangers*, ossia di coloro che tessevano le fila dell'intera operazione; quest'ultimi promuovendosi come mandatarî dell'*originator*.

Nel caso italiano si assiste sovente a società per la capitalizzazione multicomparto, essendo la loro esistenza contemplata dall'art. 3, comma 1 della l. n. 130/1999. Questa peculiarità del sistema nostrano nacque per esigenza, stante l'ingente impatto della burocrazia che comporta l'istituzione e l'estinguimento di una società in Italia, dove vigono costi e dispendi temporali di gran lunga superiori rispetto a quanto si manifesta nelle controparti anglosassoni. In questo risiede, fondamentale, la ragione per la quale l'imposizione del modello di società di cartolarizzazione *unius negotii* non avrebbe potuto riscuotere favori da parte dei beneficiari, data la scarsa fruibilità di un impianto simile. In molti casi, l'istituzione di una società per il compimento di ogni singola operazione si sarebbe tradotto in una riduzione sostanziale dei benefici arrecanti dalla cartolarizzazione, anche sotto il profilo della tempestività nel promuovere i titoli che costituiscono fonti di finanziamento immediate. Il legislatore ha tentato, quindi, di soppesare questa esigenza (ossia quella di aggirare l'ostacolo dettato dalla burocrazia con l'*escamotage* del multicomparto) con la naturale riduzione di tutela per gli investitori che ne sarebbe discesa (a causa del possibile inquinamento dei patrimoni). A compiere ciò è intervenuto il secondo comma dell'art. 3, decretando la separazione tra i patrimoni pertinenti alle singole operazioni, con il contributo addizionale dato dall'obbligo di redazione del prospetto informativo, come da art. 2<sup>118</sup>.

Il principale aspetto in cui la società per la cartolarizzazione italiana ancora oggi differisce dagli SPV di matrice *common law* risiede nella circostanza che il legislatore italiano ha ritenuto opportuno affibbiargli personalità giuridica<sup>119</sup>, nonostante il limite postegli circa il perimetro dell'oggetto sociale, ovvero la possibilità di svolgere solo una o più operazioni di cartolarizzazione. Mentre lo scopo di lucro era del tutto assente negli

---

<sup>117</sup> RUCCELLAI, *op. cit.*, p. 401

<sup>118</sup> TARGHETTI, *op. cit.*, p. 419

<sup>119</sup> RUMI, *op. cit.*, p. 459.

SPV di diritto estero, essendo essi società di nome ma non di fatto, la dottrina italiana ha ritenuto dover rinvenire lo scopo di lucro della società per la cartolarizzazione all'interno del contesto del gruppo in cui opera, poiché, presa singolarmente, si poneva in difetto di uno scopo di lucro autonomo<sup>120</sup>.

A proposito dello scopo di lucro, all'art. 2 della legge in esame emerge come all'interno del prospetto informativo venga richiesta la prospettazione degli utili stimati ad operazione compiuta e il percettore di tali utili (disposizione che è rimasta intatta agli interventi correttivi alla legge giunti in seguito), ammettendo indirettamente l'eventualità che il percettore non coincida con la società per la cartolarizzazione. Considerando che il dogma generale al quale attenersi è quello dell'estraneità dello SPV al perseguimento del mero profitto, la dottrina aveva all'epoca interpretato la questione sulla scia delle consuetudini *common law* che si orientavano alla c.d. *profit extraction*, ovvero alla devoluzione dei profitti residuali in beneficenza o in retrocessione all'*originator*<sup>121</sup>.

Dalla lettura del testo originario della l. n. 130/1999 si evince come il modello sul quale si sarebbe deciso di plasmare lo SPV di diritto italiano avrebbe dovuto consentire non solo la messa in atto di molteplici operazioni, bensì la ulteriore possibilità che i mandatarî di queste operazioni di segregazione fossero istituti diversi, giustificando l'ammissibilità di ciò sulla scorta della previsione concernente la separazione dei singoli patrimoni afferenti ad operazioni diverse (sostanzialmente si tratta di una funzione assegnata alla società da ricavarsi in modo implicito dal dettato normativo). Ciò che in sostanza il legislatore volle creare, consisteva in società che avrebbero dovuto fungere da referenti per una moltitudine di *originator* sia italiani che internazionali, i quali avrebbero potuto, in un medesimo arco temporale, realizzare varie operazioni di cartolarizzazione. Questo, all'epoca, venne coadiuvato dall'impostazione contabile disponente che, mentre il patrimonio della società veicolo sarebbe dovuto affluire nello Stato Patrimoniale, e i

---

<sup>120</sup> Per un approfondimento sul tema si veda RUCCELLAI, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e Opportunità* in *Giurisprudenza Commerciale*, p. 645. In esso l'autore degrada il ruolo dello SPV a mera entità subordinata (strumentale) al gruppo cui appartengono gli *arrangers*, per lo meno in un'ottica di vigilanza del Gruppo di Intermediazione Finanziaria.

<sup>121</sup> GIANNELLI, *op. cit.*, p. 927.

proventi dell'esercizio nel Conto Economico, i patrimoni di attivi da segregare avrebbero dovuto trovare un'apposizione "fuori bilancio"<sup>122</sup>.

Riguardo le annotazioni da effettuare in bilancio, un primo dispositivo trattante la materia lo si è avuto con il Provvedimento della Banca d'Italia datato 29 marzo 2000. Stante la sottoposizione della società per la cartolarizzazione alle norme dettate dal Titolo V del T.U.B., si prescriveva alla società l'osservazione delle disposizioni presenti nel decreto legislativo n. 87/1992 e nei rispettivi provvedimenti attuativi. Inoltre, in ottemperanza del principio della segregazione dei patrimoni vigente per la SCC, e considerato il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, il provvedimento richiese, in particolare, l'annotazione in un apposito comparto di nota integrativa delle informazioni contabili concernenti le singole operazioni di cartolarizzazione<sup>123</sup>.

#### ***4.5 Segregazione dei patrimoni della società per la cartolarizzazione e fallimento della stessa.***

Un altro aspetto controverso della legge riguardò, nei primi anni dall'emanazione, l'aspetto della inapplicabilità dell'art. 2740 C.c., derivante da una lettura del testo di legge che prioritizzava il principio generale sancito dal comma secondo dello stesso art. 2740<sup>124</sup> rispetto all'esigenza della società emittente di procedere ad emissioni in eccedenza del patrimonio. In effetti, la seconda proposizione dell'art. 3, comma 2 della l. n. 130/1999 sancisce testualmente «su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni di creditori diversi dai portatori di titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi». Mantenendo una prospettiva dimentica del contesto in cui la legge si inserisce, e trascurandone le intenzioni, sarebbe parso lecito presupporre che ogni patrimonio afferente ad una singola operazione potesse essere intaccabile solo dai creditori sorti da

---

<sup>122</sup> RUMI, *op. cit.* p. 460

<sup>123</sup> In particolare, l'insieme di crediti ceduto, i titoli emessi a fronte dei crediti ceduti, le cedole da pagarsi con cadenza periodica, gli incassi provenienti dai debitori ceduti e tutte le operazioni riguardanti la cartolarizzazione devono trovare annotazione in un'apposita sezione di nota integrativa.

<sup>124</sup> Tale comma permette una deroga al principio che il debitore risponda delle obbligazioni contratte con tutti i suoi beni presenti e futuri solo nel caso vi sia un atto di legge a disporlo.

quest'ultima, mentre il patrimonio della società avrebbe dovuto fornire una tutela di ultima istanza<sup>125</sup>.

La tesi che annullerebbe la filosofia interpretativa appena accennata muove dall'anteposizione alla proposizione "incriminata" di una norma, per così dire, dominante, ossia la norma che esprime che «i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo ad altre operazioni». Da ciò si evincerebbe come il legislatore avesse inteso privilegiare l'aspetto della necessaria indipendenza del patrimonio della società dalle situazioni di squilibrio coinvolgenti, selettivamente, i vari comparti operativi. Tutto ciò in ottica di salvaguardia indiretta dei creditori legati ad operazioni "sane", che di certo non avrebbero giovato dalle turbolenze causate da altri creditori insoddisfatti.

La vera separazione del portafoglio dei crediti coincide, in termini pratici, con la pubblicazione dell'avviso di avvenuta cessione in Gazzetta Ufficiale e con la corrispondente iscrizione dell'avvenuta cessione stessa nel Registro delle Imprese, come apertamente sancito dall'art. 4, comma 2 della l. n. 130/1999. In realtà, il D. l. 23 dicembre 2013, n. 145, è intervenuto massicciamente sull'art. 4, modificando, con l'art. 12, comma 1, lett. *d*) i commi 1, 2 e 3 e introducendo i commi *2-bis*, *4-bis* e *4-ter*. Con questo intervento si è disposto che la pubblicazione in G.U. richiesta in precedenza affinché la cessione divenisse opponibile ai terzi non fosse più l'unica forma di pubblicità ammissibile, giacché anche la dimostrazione che sia ricostruibile una data certa di avvenuto pagamento (totale o parziale) è ritenuto, ad oggi, sufficiente acciocché si possa considerare la cessione compiuta.

La separazione del portafoglio dei crediti fungenti da collaterale all'emissione di ABS avviene sia nei confronti degli altri portafogli sia nei confronti della società stessa, fornendo una sorta di contraltare al principio del *limited recourse*, poiché se ai prenditori di titoli è concesso di avvalersi solo sul patrimonio separato, costoro vengono perlomeno tutelati dall'inespugnabilità da parte di terzi sullo stesso<sup>126</sup>.

---

<sup>125</sup> Sul punto RUCELLAI, *op. cit.*, offre una disamina onnicomprensiva, illustrante le tesi propinate sino ad allora da illustri giuristi e le confutazioni a cui è giunto dopo una vasta analisi.

<sup>126</sup> Si veda TARGHETTI, *op. cit.*, p. 418.

A dimostrare l'effettività della separazione subentra, in aggiunta, una norma estraibile dal secondo comma dell'art. 4 della l. n. 130/1999 – non originariamente prevista, in quanto entrata in vigore nel 2014 – che sancisce l'impossibilità che si attui la compensazione<sup>127</sup> tra i crediti oggetto di cessione e le eventuali posizioni creditizie che il debitore ceduto potrebbe vantare nei confronti dell'*originator*, qualora quest'ultime siano sorte posteriormente all'avvenuta cessione. Questa norma interviene, infatti, in deroga all'art. 1853 C.c. che ammette, salvo pattuizione contraria, che la compensazione dei rapporti bancari costituisce lo stato di *default* qualora vi siano debiti e crediti compensabili<sup>128</sup>. Ancora più in generale, la norma contravviene (in senso figurato) a quanto è sancito dall'art. 1243 C.c. in merito alla compensazione legale e giudiziale di somme di danaro o cose fungibili dello stesso genere<sup>129</sup>. Se è evidente il pregiudizio che questa norma può creare ai debitori dell'*originator* (molto spesso un'entità creditizia, con frequenti rapporti bilaterali) sono ancora più lapalissiane le conseguenze che discenderebbero dalla possibilità che i debitori siano affrancati – sulla base di rapporti non conoscibili da parte del cessionario – dall'effettuare i pagamenti periodici che costituiscono i flussi in entrata alla società veicolo per liquidare gli ABS.

Ancorché sia stata data per certa l'indipendenza del patrimonio della società, rimane nodale la questione inerente al destino della società in caso di incapacità del patrimonio separato rispetto alle pretese dei titolari di ABS. Il problema si innesta ancora una volta sulla scarsa patrimonializzazione della società veicolo rispetto al valore dell'emissione (o emissioni, dato che possono essere molteplici), poiché, qualora un

---

<sup>127</sup> Per compensazione si intende quanto stabilito dall'art 1241 C.c., ovvero l'estinzione di due debiti (di quantità corrispondenti) che avviene qualora due persone siano obbligate l'una nei confronti dell'altra.

<sup>128</sup> Art 1853 C.c.: «se tra la banca e il correntista esistono più rapporti o più conti, ancorché in monete differenti, i saldi attivi e passivi si compensano reciprocamente, salvo patto contrario». La *ratio* di questa norma generale andrebbe letta nella constatazione che, nei rapporti di conto corrente bancario i crediti hanno esigibilità a vista e non si necessita di attendere la chiusura del conto per procedere alla compensazione. L'estendibilità agli altri "rapporti" viene determinata per applicazione analogica.

<sup>129</sup> Art 1243 C.c., comma 1: «la compensazione si verifica solo tra due debiti che hanno per oggetto una somma di danaro o una quantità di cose fungibili dello stesso genere e che sono egualmente liquide ed esigibili». Questo comma inerisce solo alla c.d. compensazione legale, ovvero quella che interviene automaticamente tra due crediti che presentano un elevato grado di equipollenza. La c.d. compensazione giudiziale, di cui non ci interessa, è quella che interviene in caso di analogia parziale tra i crediti dei due soggetti, e che il giudice dichiara valida in base ad una valutazione discrezionale.

manipolo di creditori muovesse pretese sul patrimonio della società per l'inadeguatezza del patrimonio separato, si determinerebbe quasi certamente l'insolvenza della società veicolo, non essendovi altre garanzie da escutere. Ciò detto, questa affermazione va comunque ridimensionata, poiché nella prassi contrattuale è solito inserire le c.d. clausole di *non petition*, che vincolano i prenditori di titoli a siglare l'impegno, per un determinato arco temporale, di non presentare istanza di fallimento, o altre procedure concorsuali / azioni legali.

Al fine di evitare equivoci è corretto stabilire che i titoli costituenti le singole emissioni non entrano mai a fare parte del patrimonio della società, sotto forma di passività. I titoli emessi dalla società a fronte dei crediti di cui si rende cessionaria, non sottendono un obbligo assegnato alla società di rispondere, con il proprio patrimonio, di tali titoli, bensì incorporano i diritti che i prenditori hanno maturato nei confronti del portafoglio di crediti ceduto. Sostanzialmente, la società per la cartolarizzazione si pone come intermediaria per garantire la ordinata riscossione dei crediti da parte dei titolari dei titoli emessi, poiché risulta essere intestataria del portafoglio di crediti, fungente da collaterale, solo in via strumentale, per garantirne la corretta amministrazione. Ritenere che il patrimonio della società veicolo non debba considerarsi come garanzia residua per i prenditori di titoli si allinea con la natura *limited recourse* dei titoli stessi, i cui titolari devono affrontare l'emissione con la consapevolezza dell'assenza di *recovery rate* in caso di insussistenza di fondi a copertura delle obbligazioni contratte dalla società.

Se, per giunta, ci si sbilancia a favore della tesi secondo la quale i titoli emessi rientrano nel novero dei derivati di credito, non si vede la ragione per la quale la società dovrebbe rispondere di un rischio che è oggetto di alienazione.

Un'ulteriore conferma nella indipendenza tra le vicende imperversanti nei distinti patrimoni venne fornita, in tempi remoti, anche nel già menzionato Provvedimento della Banca d'Italia del 23 marzo 2000, laddove tassativamente si prescrisse la necessità che la SCC ponesse particolare accortezza ad «assicurare costantemente la separatezza di patrimoni delle varie operazioni di cartolarizzazione tra loro e con i beni della società».

Gli unici casi in cui pare lecito teorizzare il coinvolgimento del patrimonio della società veicolo in vicende che la vedono come protagonista sono i seguenti: l'impossibilità, da parte della società veicolo, di fare fronte, con le attività a sua

disposizione, alle obbligazioni contratte nell'interesse proprio e la messa in atto di comportamenti illeciti/negligenti, specificamente con riferimento alla confluenza di patrimoni estranei nel patrimonio separato di una data operazione<sup>130</sup>. La prima ipotesi è di remota realizzazione, però, dato il perimetro che viene dato all'oggetto sociale. Si tratterebbe, perlopiù, di atti compiuti illecitamente ritenuti estranei all'oggetto sociale, che viene posto come tutela dell'interesse alla buona gestione dell'impresa. In tal caso sarebbe solo possibile rendere inefficace l'atto compiuto dagli amministratori in nome e per conto della società, mantenendo comunque la validità degli effetti nei confronti dei terzi, ammesso che questi ultimi non siano stati conniventi nel compimento dell'azione a danno della società<sup>131</sup>.

Si è già famigliarizzato con il decreto ministeriale del 4 aprile 2001, che diede per primo una nozione di "crediti futuri" in tema di cartolarizzazione e, più in generale, modificò il D. m. 13 maggio 1996, stabilendo nuove norme per i criteri di iscrizione degli intermediari finanziari nell'Elenco Speciale. Ebbene, sostenendo che la società cessionaria avrebbe comunque dovuto iscriversi presso l'Elenco previsto dall'art. 107 del T.U.B., si dipanò un'annosa questione concernente il regime fallimentare applicabile in caso di apertura di procedura concorsuale. L'incertezza si sostanziava sul fatto che dovesse usarsi il regime fallimentare ordinario anziché quello previsto dal Titolo IV del T.U.B., cioè l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa. Prima dell'unificazione degli elenchi, al regime ordinario si sottoponevano gli istituti iscritti solamente nell'Elenco Generale, mentre il regime previsto dal T.U.B. competeva esclusivamente agli iscritti nell'Elenco Speciale.

La procedura fallimentare<sup>132</sup> è, in realtà, simile alla procedura di liquidazione coatta amministrativa, giacché sono entrambe indirizzate ad estinguere l'impresa, dopo aver soddisfatto le pretese dei creditori. Di fatto, però, si è dimostrato come le procedure concorsuali ordinarie male si configuravano per essere applicate alle crisi degli operatori nel settore finanziario, stante l'impostazione liquidativa che è prettamente volta a

---

<sup>130</sup> FERRO-LUZZI, PISANTI, *op. cit.* p. 324.

<sup>131</sup> *Trib. Roma, Sez. III, 28 aprile 2011.*

<sup>132</sup> Con la riforma della disciplina fallimentare che si è avuta con l'introduzione del "Codice per la Crisi e dell'Insolvenza", il termine "fallimento" è stato sostituito con uno più edulcorato, che ne attenua i connotati riprovevoli, ossia "liquidazione giudiziale".

soddisfare il ceto creditorio. Il settore finanziario, rispetto a quello dell'impresa commerciale ordinaria, intrattiene rapporti con un'ampia platea di soggetti, con interessi talvolta contrastanti, quindi la tutela non dev'essere solo indirizzata ai creditori ma deve porsi riguardo alle ripercussioni dei singoli interventi su una generalità indistinta di soggetti; è per tale ragione che sono previsti una serie di provvedimenti straordinari/ingiuntivi<sup>133</sup> volti ad identificare i prodromi delle crisi frenandone l'evoluzione, prima che queste divengano conclamate. Questi interventi rientrano nell'ambito della c.d. Vigilanza Prudenziale, e si differenziano anche in base al grado di incisività e interferenza con la *governance* che manifestano nei confronti dell'intermediario in crisi. Si può assistere alla sospensione degli organi amministrativi e alla gestione provvisoria (ove i commissari straordinari scalzano gli organi gerenti e conducono l'impresa a riequilibrarsi), mentre in alcuni casi l'amministrazione straordinaria si rende necessaria, ancorché sia una soluzione decisamente pervasiva. In *ultima ratio* si sottopone l'impresa alla procedura di liquidazione coatta amministrativa, qualora le anomalie gestorie abbiano reso irreversibile il decorso, e le irregolarità/illiceità compiute siano di tale gravità che il Ministro dell'Economia e delle Finanze ritiene opportuno, su suggerimento della Banca d'Italia, disporre la revoca dell'autorizzazione.

Mentre per il l'impresa commerciale ordinaria il presupposto oggettivo per essere posta in stato di fallimento<sup>134</sup> consiste nel ritrovarsi in stato di insolvenza (verificabile sulla base di inadempimenti o altri fatti esteriori), per l'impresa sottoposta al regime alternativo, i presupposti sono molto più variegati. Si possono avere irregolarità nell'amministrazione, violazioni di norme legislative, amministrative o statutarie o perdite, posto che tutte siano di eccezionale gravità. Sommariamente può dirsi che le similitudini tra le due fattispecie sono più numerose degli aspetti divergenti, cambiando essenzialmente l'interesse soggetto a particolare tutela che si intende privilegiare nella

---

<sup>133</sup> I provvedimenti ingiuntivi erano disciplinati dall'art. 51 del T.U.F., con riguardo agli intermediari finanziari nazionali ed extracomunitari, prima che l'articolo venisse abrogato con d. lgs. 3 agosto 2017, n. 129 (che ha abrogato l'intero capo primo del titolo IV del T.U.F.). Il T.U.B., dal canto suo, non offre una disposizione analoga, sebbene sia possibile ricavarla a partire dal combinato disposto degli artt. 78 e 79. L'art. 78, infatti, dispone che la Banca d'Italia può imporre il divieto di intraprendere nuove azioni qualora l'istituto di credito incorra in violazioni di disposizioni amministrative, legislative o statutarie.

<sup>134</sup> Presupposto fornito all'art. 5 del Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267.



L.c.a., che, in virtù di ciò, non viene disposta da un'autorità giudiziaria, bensì da un'autorità amministrativa<sup>135</sup>. L'autorità giudiziaria può sempre intervenire a protezione dei diritti soggettivi che hanno subito lesioni da parte degli organi amministrativi della società.

Ritornando alla società per la cartolarizzazione, la sottrazione dalla disciplina fallimentare ordinaria non ricorreva nella totalità dei casi, poiché l'art. 107 del T.U.B. assoggettava alle disposizioni del Titolo IV, sezioni I e III (rispettivamente Amministrazione Straordinaria e Liquidazione Coatta Amministrativa) solamente gli intermediari finanziari che fossero stati autorizzati, alternativamente, «all'esercizio di servizi d'investimento» o all'acquisizione di fondi con «obbligo di rimborso per un ammontare superiore al patrimonio». Va rammentato che il T.U.F, all'art. 1, punto 5. enumera le attività e i servizi d'investimento<sup>136</sup>, in quanto categoria chiusa, e per nessuno dei servizi elencati può essere richiesta – né si è mai potuta richiedere – l'autorizzazione allo svolgimento da parte della società per la cartolarizzazione. Invece, tecnicamente, vi sarebbe un'acquisizione di fondi per un ammontare superiore al patrimonio, essendo una circostanza che discende direttamente dall'esonero dall'applicazione dell'art. 2412 c.c. e dai minimi di capitalizzazione aderenti a quelli previsti per le imprese ordinarie. Inoltre, ciò verrebbe testimoniato anche dall'art. 11 del T.U.B., laddove prima della modifica allo stesso, intervenuta con d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, si affermava al comma quarto, lett. g): «il divieto del comma 2 [la raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche] non si applica [...] alle società per la cartolarizzazione dei

---

<sup>135</sup> Per scarsa attinenza con la trattazione si accennerà soltanto che, qualora le leggi speciali che dispongono la sottoposizione di una fattispecie alla L.c.a. non escludano la procedura fallimentare ordinaria (come sancito dall'art. 196 della L.F.), allora si applica il Principio della Prevenzione Temporale, secondo il quale la procedura che prende avvio per prima (sia che si tratti di dichiarazione di fallimento, sia che si tratti di provvedimento di L.c.a.) preclude l'avvio dell'altra procedura.

<sup>136</sup> I servizi e le attività d'investimento sono: negoziazione per conto proprio; esecuzione di ordini per conto dei clienti; esecuzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; gestione di portafogli; ricezione e trasmissione di ordini; consulenza in materia di investimenti; gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e, infine, gestione di sistemi organizzati di negoziazione.

crediti»<sup>137</sup>. Assodata l'assenza di limiti specifici all'emissione, il punto nevralgico risiede sulla sussistenza di un obbligo di rimborso. È da intendersi che l'obbligo di rimborso, sebbene sia limitato all'ammontare del patrimonio separato costituito dai crediti che formano il collaterale all'emissione, è pienamente efficace, nonostante il fine del collocamento di ABS sia il trasferimento del rischio di credito. Quest'obbligo di pagamento di capitale ed interessi sussiste a tutti gli effetti in capo alla società emittente, semplicemente esso dipende dalle vicende legate ad un portafoglio di crediti, onde l'emittente venga estromesso dal rispondere con il proprio patrimonio<sup>138</sup>.

Se in una prima fase il dilemma sull'assoggettabilità alla disciplina della L.c.a. era motivata essenzialmente dalla presenza di un obbligo di rimborso, con la modifica del T.U.B., (che ha apportato l'unificazione degli albi, ora condensati in un Albo Unico, come stabilito dal nuovo art. 106) apportante la c.d. Vigilanza Equivalente<sup>139</sup>, il problema non trova più riscontro. In ogni caso l'applicazione delle norme concernenti l'amministrazione straordinaria e la L.c.a. sembrano essere più confacenti al contesto degli SPV laddove consentono l'attivazione della procedura sulla base di presupposti volti a tutelare l'interesse degli investitori senza dover attendere il subentro dello stato di insolvenza. Ci si sta riferendo alle altre cause per le quali può essere richiesta la liquidazione che non siano legate a gravi perdite patrimoniali. Su quest'ultimo aspetto va considerato che in caso di confusione dei patrimoni sarebbe comunque applicabile l'Azione di Responsabilità nei confronti degli amministratori *ex art. 2393 C.c.*

L'applicazione del regime della L.c.a. porta nondimeno seco una serie di effetti accessori: anzitutto l'art. 57 del T.U.F., al comma quarto, sostiene che, una volta trascorso il termine previsto dall'art. 86 del T.U.B.<sup>140</sup>, i commissari liquidatori «depositano presso

---

<sup>137</sup> Con D. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 si è disposta, all'art. 2, una modifica sostanziale all'art. 11 del T.U.B., ove, anziché far permanere una situazione in cui le esenzioni al divieto della raccolta del risparmio venivano numerate ed identificate espressamente, si è prediletta una versione ricorsiva che sancisce che «il divieto alla raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica ... d) alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto della tutela del risparmio».

<sup>138</sup> TARGHETTI, *op. cit.* p. 415.

<sup>139</sup> Si tratta di una vigilanza che, pur rispettando il Principio di Proporzionalità, è atta ad imporre a tutti gli intermediari una serie di obblighi/regole molto simili a quelli applicati per le Banche in generale.

<sup>140</sup> Si tratta dei sessanta giorni successivi alla pubblicazione del decreto di L.c.a. in G.U., in cui i creditori che non abbiano ricevuto la comunicazione prevista dai commi 1 e 2 (ossia la comunicazione concernente

la Banca d'Italia [...] gli elenchi dei creditori ammessi, indicando i diritti di prelazione e l'ordine degli stessi, dei titolari dei diritti indicati nel comma 2 del predetto articolo<sup>141</sup>, nonché dei soggetti appartenenti alle medesime categorie cui è stato negato il riconoscimento delle pretese». Esso continua affermando che «i clienti aventi diritto alla restituzione degli strumenti finanziari relativi ai servizi previsti dal T.U.F. sono iscritti in apposita e separata sezione dello stato passivo». Vi sono quindi trattamenti differenti dei creditori a seconda che vengano fatti rientrare nel novero dei titolari di diritti reali ai sensi dell'art. 86, comma 2 del T.U.B. oppure nell'insieme dei titolari di un diritto di restituzione. Mentre i primi trovano posto in elenchi specifici, i secondi vengono iscritti in una sezione distinta dello stato passivo, cambiando inoltre il trattamento concorsuale a seconda dei casi.

È da considerare che l'art. 3 della l. n. 130/1999, al secondo comma, enuncia espressamente che «su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi», ammettendo, per l'appunto, che di creditori si tratta. Inoltre, come si è già precisato la società per la cartolarizzazione non può richiedere la prestazione di alcun servizio o attività d'investimento previsto dal T.U.F. La dottrina<sup>142</sup> sembra, quindi, orientarsi verso il ritenere i prenditori di titoli essere equiparabili a dei creditori, e non a dei portatori di diritti reali, potendosi richiedere che il commissario liquidatore del veicolo predisponga un numero di sezioni separate dello stato passivo coincidente con la quantità di patrimoni separati creati *ad hoc* dalla società. Questo trattamento non deporrebbe a favore dei prenditori di titoli per la mera ragione che, mentre i titolari di un diritto di restituzione devono, in caso di incapienza del patrimonio separato, concorrere con i creditori chirografari per la parte di credito non soddisfatta, i titolari di un diritto reale, trovando

---

l'indirizzo di P.E.C. della procedura e l'ammontare spettante a ciascun creditore sulla base delle scritture contabili) debbono chiedere ai commissari il riconoscimento dei propri crediti e la restituzione dei propri beni, presentando la documentazione che ne attesta l'esistenza.

<sup>141</sup> Si fa riferimento ai soggetti titolari di diritti reali sui beni e sugli strumenti finanziari relativi ai servizi previsti dal T.U.F. in possesso della banca, nonché ai soggetti aventi un diritto di restituzione su detti strumenti.

<sup>142</sup> GABRIELE, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici in Giurisprudenza Commerciale*, p. 512 ss.

luogo in elenchi separati non sono tenuti a concorrere con costoro. In, aggiunta, l'ipotesi che i creditori possano rivendicare il proprio diritto di credito sul patrimonio di stretta spettanza della società veicolo, spartendoselo con i creditori chirografari, è stata smentita sulla base del fatto che di questa eventualità ci si potrebbe avvalere solo qualora la liquidazione coatta amministrativa sia stata disposta sulla base di atti illeciti (violazione di norme di legge, di statuto ecc.).

Un'ulteriore peculiarità che emerge dall'esistenza di patrimoni separati coinvolge lo spossessamento dei beni del fallito<sup>143</sup>. La segregazione, infatti, non permette che il curatore fallimentare possa requisire i beni che non rientrano nel patrimonio di stretta pertinenza della società veicolo. Un'argomentazione contraria sarebbe infattibile stante il fatto che la l. n. 130/1999 ammette espressamente, al comma secondo, che su «ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi». All'interno della parola "azioni", per una parte della dottrina<sup>144</sup>, sono da ricomprendersi anche le azioni concorsuali.

#### ***4.6 Funzioni accessorie svolgibili dalla SCC.***

Tornando agli altri malumori che affliggevano gli interpreti della legge n. 130/1999, essi furono acuiti dall'insieme di facoltà accessorie concesse alla società per la cartolarizzazione che non trovavano equivalenti nel mondo anglosassone. Si sta facendo riferimento a quanto è possibile estrapolare dall'art. 2, comma 3, l. n. 130/1999 (testo originario), concernente il contenuto del prospetto informativo da allegare all'operazione allorché essa sia indirizzata ad investitori professionali. In particolare, gli aspetti allarmanti riguardavano: la possibile cessione dei crediti già ceduti, da parte della società cessionaria a vantaggio dei portatori dei titoli (*lett. d*)); la possibilità di reinvestire in altre attività i fondi provenienti dalla gestione dei crediti, qualora essi non venissero impiegati istantaneamente per essere retrocessi ai portatori dei titoli, al fine del soddisfacimento dei

---

<sup>143</sup> Art 42, Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267: «la sentenza che dichiara il fallimento priva dalla sua data il fallito dell'amministrazione e della disponibilità dei suoi beni esistenti alla data di dichiarazione di fallimento. Sono compresi nel fallimento anche i beni che pervengono al fallito durante il fallimento, dedotte le passività incontrate per l'acquisto e la conservazione dei beni medesimi».

<sup>144</sup> PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti in Il Fallimento*, 1999, p. 1179.

diritti incorporati in essi (*lett. e*); infine, la possibilità di compiere attività accessorie da parte della società cessionaria per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione (*lett. f*). Dall'elencazione appena illustrata si evince il mancato riscontro di questo ventaglio di poteri nello SPV anglosassone, a cui non veniva consentito di realizzare operazioni arbitrarie e suppletive all'attività degli altri operatori coinvolti, ciò anche al fine di prevenire comportamenti mossi da malafede.

Muovendo dalle funzioni accessorie assumibili dalla SCC<sup>145</sup>, l'articolo 2 della l. n. 130/1999 permette all'interprete di compiere uno sforzo deduttivo per comprendere lo spettro di funzioni che, invece, possono non competere alla società stessa, rendendole delegabili a terzi su base volontaria. In sostanza, è possibile desumere qual è il limite minimo di funzioni assumibili da quest'ultima senza che ciò si ponga in contrasto con le disposizioni di legge. Data l'invarianza dell'art. 2, comma 3 della legge agli interventi modificativi pervenuti nel corso delle due decadi successive, il problema si esprime, ad oggi, nei medesimi termini. Di fatto, il testo di legge prevede che i soggetti incaricati di curare emissione e collocamento, i soggetti che si occupano di gestione (c.d. attività di *servicing*) e riscossione dei crediti, coloro che si impegnano a erogare le somme in favore dei portatori dei titoli (c.d. *paying agent*) e, infine, coloro ai quali è demandato l'onere di svolgere l'attività di *cash management*, possono non coincidere con la società per la cartolarizzazione<sup>146</sup>. Procedendo per esclusione risulta intuitivo concludere che le attività spettanti inderogabilmente alla SCC si limitano alla ricezione dei crediti e alla segregazione degli stessi dai patrimoni ad essi estranei.

#### ***4.7 Ruolo dei Servicer e conflitti d'interesse.***

La labilità dell'ambito di operatività della società per la cartolarizzazione, così come delineato nell'assetto normativo primordiale, ha ingenerato una serie di sospetti circa la possibilità che possano erigersi strumenti a tutela addizionale dei prenditori dei

---

<sup>145</sup> SCC: Termine che può essere utilizzato come succedaneo del termine SPV per designare la Società per la Cartolarizzazione dei Crediti. È stato frequentemente utilizzato dalla dottrina nei tempi in cui la legge necessitava di sedimentarsi per imporre una dicotomia e differenziare la società di diritto italiano dalla società dei sistemi *common law*.

<sup>146</sup> GIANNELLI, *op. cit.*, p. 926.

titoli, sottoforma di sindacati, per fungere da collegio di vigilanza supplementare agli organismi già preposti per legge (coloro che agiscono mossi dalla normazione che consegue all'art. 107 T.U.B.) e per subentrare agli organi amministrativi della società al verificarsi di situazioni determinate<sup>147</sup>. La risposta deve intendersi negativa, stante il fatto che la legge attribuisce alla società per la cartolarizzazione anche le funzioni che in un contesto anglosassone sarebbero attribuite dallo SPV stesso al “Rappresentante dei Portatori dei Titoli”. Si sta facendo riferimento alle funzioni di: cessione anticipata del portafoglio crediti, compabile solo nell'esclusivo interesse dei portatori; gestione del flusso in ingresso di risorse provenienti dalla massa di debitori ceduti che non è necessario permanga in cassa a soddisfacimento di esigenze immediate dei prenditori dei titoli, con annessa selezione degli investimenti opportuni, sempre ad esclusivo interesse dei titolari; nomina dell'incaricato della riscossione e dell'incaricato di svolgere i servizi di cassa e pagamento (sono i c.d. *servicer*).

Il tema dei *servicer* non è passato indenne dalla valutazione di alcuni autori<sup>148</sup> che hanno precisato l'inopportuna collocazione all'interno della medesima disposizione di due funzioni che, per un certo verso, avrebbero dovuto essere disgiunte, ovvero la resa del servizio di cassa e pagamento e la funzione di riscossione. Attraverso l'espletamento dei servizi di cassa e pagamento, il soggetto incaricato si trova nella posizione di attuare la c.d. *cash segregation* (o *ring fencing*<sup>149</sup>) svolgendo, nella pratica, le mansioni di una banca depositaria. Sostanzialmente costui effettua un servizio reso solo per giovare ai portatori dei titoli, non essendovi benefici indiretti (rimanendo nell'ambito della liceità) arrecabili all'incaricato che possono venire anteposti agli interessi degli investitori. Di converso, il servizio di riscossione non è scevro da impieghi asserviti a logiche di mero

---

<sup>147</sup> Nel mondo anglosassone questi organi non vanno intesi al plurale, poiché si identificano nel *Noteholder's Representative*, ossia un rappresentante dei detentori dei titoli.

<sup>148</sup> TARGHETTI, *op. cit.* p. 419

<sup>149</sup> *Ring Fencing*: letteralmente “recinzione ad anello”, deriva dal lessico rurale e rappresenta la staccionata che previene l'assedio dei predatori al bestiame. In finanza il termine viene utilizzato per designare l'insieme di strategie formulate per separare una quota di capitale dalla sua interezza. Nel contesto che si sta analizzando, la segregazione dei patrimoni viene posta a tutela dei portatori dei titoli per evitare commistioni indesiderate, mentre se si riporta il concetto in un panorama più generale, tale termine può designare l'imputazione di una frazione di un ingente patrimonio privato ad una giurisdizione *off-shore*, dimodoché si possa eludere parte della tassazione.

profitto. Esso di norma verrebbe affidato all'*originator* (anche se poi si vedrà che sino alla riforma del T.U.B. un ostacolo si frappose tra questo intento e la realtà fattuale), stante il rapporto preesistente di quest'ultimo con i mutuatari, e considerato il fatto che il cedente deve aver già dispiegato la struttura tecnica deputata alla riscossione, possedendo già tutte le informazioni sui clienti a seguito delle istruttorie svolte (vi sono, dunque, anche ragioni di economicità). L'*originator*, se i crediti oggetto di cartolarizzazione sono crediti *in bonis*, possiede un discreto vantaggio nel garantire che il servizio di riscossione si svolga senza intoppi, poiché, in seguito all'*overcollateralization*<sup>150</sup>, un esito della riscossione allineato con le attese consente all'*originator* di trattenere le somme incassate in eccesso dall'ammontare che esso è tenuto a retrocedere ai portatori dei titoli. La resa di un servizio di riscossione adeguato (assieme a un modico o nullo deterioramento dei crediti ceduti) si pone come condizione per l'attuazione della *profit extraction*, consistente nel reindirizzamento dei flussi giungenti dai mutuatari nelle casse del mutuante, effettuata trattenendo i flussi alla fonte<sup>151</sup>.

Ad oggi, al comma 6 dell'art. 2 della l. n. 130/1999 si puntualizza la necessità che coloro che svolgono i servizi elencati alla lett. c) del comma secondo devono essere alternativamente banche o intermediari finanziari iscritti nell' Elenco Generale.

---

<sup>150</sup> *Over-collateralization*: termine che sta ad indicare la presentazione di una garanzia a tutela di una posizione che eccede il valore della posizione stessa, in modo da fungere da tutela addizionale per garantire che l'esposizione finanziaria del prestatore di capitali venga mitigata dalla facoltà di potersi rivalere su un patrimonio più ingente. Nella fattispecie in analisi, il termine viene utilizzato per riferirsi alla situazione in cui il portafoglio di crediti ceduto alla SCC supera in valore l'emissione di ABS.

Attraverso l'*over-collateralization* si compie un'operazione volta al *credit enhancement*, ovvero all'attribuzione di un *rating* superiore a quanto sarebbe altrimenti concesso a parità di altre condizioni, poiché il mancato incasso di una certa quota di crediti deteriorati non erode gli interessi dei portatori dei titoli sino a che il valore del portafoglio ceduto non si allinea al valore dell'emissione.

<sup>151</sup> Il ruolo della società che si occupa della riscossione dev'essere inquadrato diversamente nel caso la cartolarizzazione abbia ad oggetto crediti deteriorati. Infatti, in caso di operazioni aventi ad oggetto crediti con controparti solvibili, la diretta beneficiaria della *profit-extraction* coincide con la società che riscuote le somme, essendo che questa non fa altro che riappropriarsi della garanzia suppletiva fornita con l'*over-collateralization*, sebbene in forma liquida. Se, invece, la cartolarizzazione ha ad oggetto *Non Profitable Loans* (NPL), l'eventuale utile dell'operazione, frutto dell'eccedenza di crediti incassati rispetto a quanto sono stati prezzati collettivamente gli ABS, viene di norma ripartito tra vari soggetti (*arrangers*, cedente e acquirenti degli ABS, con rapporti variabili), rendendo meno ovvio il beneficio arrecabile al cedente dall'interessamento al servizio di riscossione.

Addirittura, prima dell'approdo del testo della legge entrato in vigore il 19 settembre 2010, si stabiliva che i soggetti deputati all'espletamento dei servizi di cui alla lett. c) dovessero coincidere con banche o intermediari finanziari iscritti presso l'Elenco Speciale, ai quali veniva richiesta una verifica di conformità dell'intera operazione di cartolarizzazione rispetto ai dettami di legge. Il problema appena accennato circa la leggerezza con cui il dettato normativo accosta la funzione di gestione di cassa e pagamento e la funzione di riscossione si estrinseca nelle difficoltà che già si ponevano, in epoca anteriforma, richiedendo che il soggetto preposto all'incasso dei crediti dovesse annoverarsi nell'Elenco Speciale. Se prima il problema era acuito dalla discriminazione emergente qualora al cedente iscritto solo nell'Elenco Generale veniva preclusa l'attività di riscossione, oggi si pone nei medesimi termini andando a detrimento delle imprese industriali, che si trovano a non poter procedere per legge a riscuotere le somme dei crediti ceduti senza l'ausilio di intermediazione.

La problematica appena esposta si acuisce considerando l'incentivo fiscale che ad oggi viene meno se non vi è coincidenza fra *originator* e *servicer*. Infatti, nel caso in cui si assista ad un'unica entità, l'amministrazione finanziaria fa confluire la riscossione dei crediti, lo svolgimento dei servizi di cassa e pagamento e le operazioni strumentali a queste attività nell'alveo della "gestione dei crediti da parte dei concedenti", perciò esente IVA ai sensi dell'art. 10, comma 1, n. 1) d.p.r. 11 novembre 1972 n. 633 (Testo Unico Imposta sul Valore Aggiunto)<sup>152</sup>.

Non va inoltre trascurato che il *servicer*, nel momento in cui finalizza l'incasso dei pagamenti effettuati dai debitori ceduti, non agisce in qualità di creditore, ma in qualità di soggetto designato da quest'ultimo ai sensi dell'art 1188 C.c., mentre quando provvede al versamento delle somme spettanti ai portatori dei titoli ABS, adempie in qualità di terzo, come disposto dall'art. 1180 C.c.<sup>153</sup>, che dispone che il creditore non possa rifiutare (eccetto quando è presente un interesse specifico tutelato per legge) che un soggetto diverso dal debitore estingua l'obbligazione.

Sugli aggiornamenti regolamentari intervenuti ad integrare i dispositivi di legge è opportuno vagliare il Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia emanato il 23

---

<sup>152</sup> GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Padova, 2014, p. 840.

<sup>153</sup> CAMPIONE, *op. cit.*, p. 1497.



agosto 2000, recante “Disposizioni per le società di cartolarizzazione”, specificamente per il capitolo dedicato integralmente al ruolo rivestito dai *servicer*. In esso si affermava che i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento non solo sarebbero stati tenuti ad attuare compiti di natura operativa, bensì avrebbero dovuto ricoprire un ruolo di “garanti” nei confronti dei portatori dei titoli. Le verifiche si sostanziavano nell’accertamento che le somme provenienti dalla riscossione degli attivi cartolarizzati non si contaminassero con patrimoni estranei all’operazione; nella verifica dell’assenza di conflitti di interessi; nella tutela continuativa da effettuarsi nei riguardi dei portatori dei titoli e nella verifica della coerenza temporale delle operazioni rispetto a quanto pronosticato. Per l’assolvimento di tali funzioni, i *servicer* venivano muniti di opportune strutture organizzative e di dotazioni patrimoniali adeguate all’espletamento di esse. Inoltre, veniva disposta la necessità di un’interlocuzione con l’Organo di Vigilanza qualora fossero emerse criticità. La presenza di questi organi aveva già allora smentito la possibilità che anche in Italia si avesse il *Noteholder’s Representative*, stante la ridondanza di funzioni che si sarebbe invero generata.

Il ruolo di quest’ultimo non è, però, liquidabile così concisamente. Infatti, la l. n. 448 del 23 dicembre 1998 richiedeva espressamente, all’art. 2, la presenza di un rappresentante dei portatori dei titoli, da nominarsi per ciascuna operazione, con il duplice ruolo di garantire la tutela dei detentori dei titoli sulla base dei poteri stabiliti all’atto della nomina e di approvazione delle modifiche alle condizioni dell’operazione apportate dalla società. Un ostacolo notevole all’ammissibilità di tale organo ci viene fornito dalla previsione contenuta nell’art. 5 della l. n. 130/1999, disponente l’esonero dall’applicazione degli artt. 2410-2420 C.c., con specifico riguardo per l’art 2417, incentrato sull’individuazione del Rappresentante Comune degli Obbligazionisti, eletto da questi ultimi in assemblea, o, in assenza di nomina diretta, designato dal Tribunale su richiesta di uno o più obbligazionisti. Alcuni critici, nondimeno, hanno suggerito che la deroga fornita debba intendersi riferita solo a quelle norme che si pongono in aperto conflitto con la legge sulla cartolarizzazione, relativamente ai limiti all’emissione<sup>154</sup>, sicché sarebbe possibile ripristinare la portata dei succitati artt. 2417-2418 C.c.

---

<sup>154</sup> Sul punto si veda SEPE, *La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte* in *Rivista Critica del Diritto Privato*, 2004, p. 579.

Non essendovi una disciplina specifica a sovrintendere tale funzione, quantunque fosse informalmente prevista, è la prassi internazionale che ne delinea i contorni. Fondamentalmente ad esso spetta il ruolo di radunare le istanze dei detentori dei titoli e fare in modo che vengano presentate in modo organico senza che singole azioni individuali si sabotino vicendevolmente, nonché di vigilanza generale sugli adempimenti della controparte, nonostante la legge riservi tale prerogativa al *servicer*. Ad oggi è comune che venga inserito nella documentazione contrattuale soprattutto col fine di colmare un vuoto normativo, fornendo un'ulteriore tutela ad investitori stranieri che sono abituati ad interfacciarsi con tale figura. Ad esso sono spettanti compiti di volta in volta prestabiliti, che di solito si estrinsecano nell'esperibilità di azioni condizionate al verificarsi di un determinato evento, tra cui si annoverano: il *buy-back* del portafoglio ceduto da parte del cedente, il potere di modifica di certe pattuizioni contrattuali, l'emissione di una *trigger notice* con la finalità di prioritizzare la liquidazione e il saldo delle *tranches senior*, serrando le posizioni aperte.

Tornando all'identificazione dei *servicers*, in seguito all'introduzione del D. lgs. 13 agosto 2010, n. 141 in attuazione della Direttiva 2008/48/CE, si introdusse, all'art. 9, comma 1°, una modifica all'art. 2, comma 6, della l. n. 130/1999, disponendo che i soggetti demandati ai servizi di riscossione e di cassa e pagamento dovessero identificarsi in soggetti iscritti nell'albo previsto dall'art. 106 T.U.B. (Elenco Generale). A costoro venne rinnovato l'onere di costituire presidi di vigilanza a garanzia dei prenditori dei titoli, dedicando loro il comma 6-*bis* di nuova immissione. Tale decreto modificò inoltre l'art. 3, comma 3, della l. n. 130/1999 precisando l'obbligatorietà che le imprese di cui al comma 1 si costituiscano in forma di società di capitale, districando il nodo che esisteva in precedenza circa la eventualità che uno SPV potesse essere idealmente costituito in forma di società cooperativa.

Queste novità furono in parte il risultato dell'emanazione del dm. 17 febbraio 2009, n. 29, del Ministero dell'Economia e delle Finanze, racchiudente un regolamento recante disposizioni influenzanti determinati intermediari finanziari (tra cui quegli iscritti negli elenchi generale e speciale). Tale decreto definiva all'art. 15, commi 1 e 2, le condizioni in sussistenza delle quali era previsto l'obbligo di iscrizione nell'Elenco Generale da parte degli intermediari finanziari. L'obbligo di iscrizione da parte della società per la cartolarizzazione venne rimosso, mentre permase mandatoria l'iscrizione

dei soggetti esercitanti l'attività di *servicing*. Rimuovendo la prima all'assoggettamento di quel coacervo di poteri di vigilanza esercitabili da parte degli organismi preposti, l'art. 23 del decreto ricalibrò la situazione disponendo, al comma sesto, la possibilità per la Banca d'Italia di emanare disposizioni volte a consentire la continuità nell'inoltro delle informazioni inerenti alle operazioni di cartolarizzazione.

Con il D. lgs. 13 agosto 2010, n. 141 si è avuta in Italia l'unificazione dei due elenchi in un unico albo degli intermediari finanziari (art. 106, T.U.B.), congiuntamente con un processo autorizzativo dotato di maggiore capacità di setacciamento e con controlli sugli intermediari molto più severi. Su questo cardine si è avuta una nuova evoluzione della disciplina delle società per la cartolarizzazione, specie con l'intervento della Banca d'Italia sopraggiunto il 29 aprile 2011, recante "Disposizioni in materia di obblighi informativi e statistici delle società veicolo coinvolte in operazioni di cartolarizzazione". Con esso si è avuta anzitutto certezza circa la forma giuridica assumibile da una società veicolo, laddove si affermava il riconoscimento delle società costituite in fondi comuni d'investimento gestite da società di gestione, delle società fiduciarie, delle società di capitali e di altre forme analoghe. Nell'*incipit* dell'art. 1 del provvedimento (dedicato interamente alle definizioni), ci si appellava alla società veicolo come ad un «impresa operante in Italia», sottoponendo la società per la cartolarizzazione alla disciplina dell'imprenditore<sup>155</sup>, dipanando definitivamente la questione concernente l'omissione, nel testo di legge sulle cartolarizzazioni, di un elemento chiarificatore a riguardo. Infatti, l'assenza tollerata dal legislatore del carattere della continuità (stante la possibilità di limitare l'oggetto sociale al compimento di una singola operazione) avrebbe potuto creare perplessità circa la qualificazione della società come impresa.

L'attività principale della società per la cartolarizzazione, venne ribadito, doveva incardinarsi nello svolgimento esclusivo di una o più operazioni di cartolarizzazione,

---

<sup>155</sup> Disciplina che, in Italia, è dettata dall'art. 2082 C.c.

In essa si afferma che «è imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi». All'interno della norma si possono ricavare una serie di caratteri che delineano la fattispecie dell'imprenditore. L'attività dev'essere produttiva, ovvero deve destinarsi alla produzione o allo scambio, eventi che scaturiscono dal coordinamento dei fattori produttivi. Tale coordinamento sta alla base dell'organizzazione (secondo carattere). Infine, la professionalità implica l'esercizio abituale e non occasionale dell'attività.

sottolineando, nello stesso paragrafo, la *Bankruptcy Remoteness* della SCC, emancipandola dalle sorti del cedente. Inoltre, si specificò la natura dei titoli emettibili, ovvero obbligazioni, partecipazioni di fondi di cartolarizzazione, altri strumenti di debito e strumenti derivati.

All'art. 2 vennero delineati i compiti della Banca d'Italia nei confronti della SCC, sintetizzabili nella raccolta di informazioni statistiche inerenti alle società veicolo per l'inoltro delle stesse alla BCE e il mantenimento di un elenco ospitante le varie società veicolo funzionante come una sorta di banca dati anagrafica, sempre con il fine di monitoraggio dell'andamento dell'elenco stesso funzionale all'inoltro di dati alla BCE. Tale elenco veniva istituito direttamente in seno alla Banca d'Italia (art. 4). L'iscrizione all'elenco venne condizionata solamente all'aver dato inizio alle attività entro 7 giorni dall'imputazione degli attivi cartolarizzabili (art. 5), mentre la cessazione dell'attività avrebbe dovuto essere presentata entro 30 giorni dalla pervenuta insussistenza delle condizioni relative alla forma giuridica scelta o all'attività principale selezionata dettate dall'articolo primo. Negli articoli seguenti si fornì una panoramica inerente agli obblighi informativi cui la società sarebbe stata tenuta a adempiere, ovvero l'oggetto<sup>156</sup>, le modalità di segnalazione, la frequenza e i termini di invio delle singole segnalazioni.

Tornando all'attività di *servicing*, è complesso, ad oggi, delineare un perimetro netto delle attività svolgibili ausiliariamente alla gestione di cassa e di pagamento. Un approccio per risolvere questa fumosità è stato intrapreso con la Circolare della Banca d'Italia del 3 aprile 2015, n. 288 (Disposizioni di Vigilanza per gli Intermediari Finanziari)<sup>157</sup> che ha soppiantato le disposizioni precedentemente in vigore.

Il quadro regolamentare che disciplina l'attività di *servicing* ha dovuto tenere in considerazione gli effetti destabilizzanti di determinate norme e criteri applicativi su alcuni destinatari indiretti di tali norme, ovvero i debitori ceduti, che, come si vedrà, subiscono un pregiudizio già con la limitazione dell'esperibilità delle azioni revocatorie

---

<sup>156</sup> I dati da fornire alla Banca d'Italia avrebbero dovuto essere, a partire dall'entrata in vigore del provvedimento: dati di bilancio, di stock e di flusso relativamente alle operazioni di cartolarizzazione poste in essere.

<sup>157</sup> Disposizioni abroganti sia quelle precedentemente introdotte con il Bollettino di Vigilanza n. 11, 2003, sia quelle introdotte in seguito con Comunicazione di giugno del 2010 recante "Contratti di *Servicing*; Attività del *Master Servicer*".

e con l'opponibilità della cessione a partire dalla data di pubblicazione in G.U., come previsto dall'art. 4 della l. n. 130/1999. Per questa ragione è stato ampiamente scandagliato il problema dell'apparenza giuridica<sup>158</sup> nel rapporto intercorrente tra debitori ceduti e cedente.

Non di rado è stato chiamato in causa l'Arbitro Bancario Finanziario<sup>159</sup> per appianare una serie di controversie che erano sorte tra il debitore ceduto e il cedente, nelle quali il primo sollevava una serie di eccezioni sul comportamento mantenuto dal cedente/*servicer* nella conduzione del rapporto (tipicamente incentrate su una serie di violazioni di norme sul conteggio degli interessi passivi). Con una serie di decisioni del Collegio<sup>160</sup> è stato virtualmente abbattuto lo schermo difensivo addotto dal cedente, mirante, quest'ultimo, a porre l'attenzione sul difetto di legittimazione passiva che si porrebbe se ci si sofferma sull'attività di mero riscossore da esso svolta (e non di titolare effettivo del rapporto). L'orientamento della giurisprudenza ha, però, refutato la tesi propugnata generalmente dal cedente, eccependo che è opportuno distogliere l'attenzione dalla formalità giuridica (volta a fare leva su una cavillosità che prescinde dall'effettività del rapporto) concentrandola sulla tutela del debitore ceduto, che di norma fa affidamento sulla continuità dei rapporti col cedente (giacché persiste nella sua funzione di incasso, pur non essendo più il titolare del rapporto). Al debitore ceduto, infatti, andrebbe

---

<sup>158</sup> Apparenza giuridica: ricorre quando una situazione giuridica appare agli occhi dell'osservatore identica da quella realmente occorrente, mentre non vi è congruenza. Di norma si attuano una serie di tutele volte a fare in modo che non vengano perpetrati comportamenti volti a far suscitare nel terzo l'affidamento che la situazione si svolga in un determinato modo, per poi smentirlo nei fatti. Nella pratica non è insolito ritrovare la protezione del c.d. Principio dell'Apparenza Giuridica alla base della *ratio* di certune previsioni, come ad esempio l'art. 534 C.c., comma 2, inerente alla protezione dei terzi che hanno acquistato a titolo oneroso dei beni dall'erede apparente; nella fattispecie il principio viene protetto disponendo che il terzo acquirente, essendogli difficile accertare la qualità di erede di un soggetto (ad es. sulla base della circostanza che possono esservi testamenti successivi che revocano i precedenti), può far valere il titolo d'acquisto, che permane integro, dinnanzi agli eredi veri, purché abbia agito in buona fede. Vi sono similitudini con il Principio della Prevalenza della Sostanza sulla Forma prescritto per l'applicazione di determinati criteri di contabilizzazione nelle imprese commerciali.

<sup>159</sup> A.B.F.: stando alla definizione presente sul sito dell' Arbitro Bancario Finanziario, esso si definisce come «un sistema di risoluzione alternativa delle controversie che possono sorgere tra i clienti e le banche e gli altri intermediari in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari».

<sup>160</sup> Collegio di Roma, decisioni nn. 3980/2015, 5657/2014, 3337/2014, 7036/2015 e 1538/2016 in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it).

accordata la facoltà di poter presumere, strettamente sotto il profilo in esame, che il cedente sia ancora titolare del rapporto, qualora lo stesso proceda all'espletamento del servizio di riscossione, dovendosi privilegiare la prevalenza dello stato di fatto sullo stato di diritto.

Secondo il Collegio, il cedente che mantiene rapporti con la clientela diverrebbe, dunque, un «punto di contatto effettivo» nella conduzione del rapporto, finalizzato a evitare che vicende attinenti esclusivamente all'istituto bancario (di ristrutturazione, concentrazione o riorganizzazione, sfocianti in una cartolarizzazione) possano tradursi in un aggravio della posizione del debitore ceduto<sup>161</sup>.

## **5. La cessione dei crediti e l'opponibilità ai terzi.**

L'art. 4 della l. n. 130/1999 è titolato: modalità ed efficacia della cessione. A partire da esso si possono ricavare le informazioni circa gli effetti prodotti dalla cessione del portafoglio di crediti. Una serie di interventi normativi occorsi nell'ultima decade ha plasmato irreversibilmente questo articolo. Sicuramente l'intervento più impattante, in senso organico, si è avuto con il D. l. 23 dicembre 2013, n. 145, mentre il D. l. 30 aprile 2019, n. 34 ha esclusivamente modificato l'art. 4-ter, insinuandovi, però, una disposizione fortemente incisiva.

Su questo punto, infatti, si è normato che in caso di cessione di crediti che presentino le caratteristiche contenute nell'art. 7.1 della l. n. 130/1999<sup>162</sup> sia fattibile agire in difformità rispetto a quanto previsto per le aperture di credito coinvolgenti crediti *in bonis*. Si tenga presente che già i crediti derivanti da affidamento, normati dal primo paragrafo dell'art. 4-ter, prevedono alcune peculiarità. Quest'ultimo presuppone che in caso di una cessione di crediti provenienti da aperture di credito (o altre forme di credito

---

<sup>161</sup> CAMPIONE, *op. cit.*, p. 1497.

<sup>162</sup> Si sta facendo riferimento ai crediti deteriorati di banche o di intermediari finanziari, qualificati come tali dall'autorità competente in materia.

rotative<sup>163</sup>) la facoltà di richiedere l'esigibilità del credito stesso spetta al cessionario<sup>164</sup> sulla base delle pattuizioni contenute nel contratto di apertura di credito o, in mancanza, con un preavviso pari o superiore a quindici giorni. Se, in aggiunta, si tratta i crediti deteriorati, al cedente viene concesso il privilegio di designare una banca o un intermediario finanziario col fine di trasferire in capo a quest'ultima/o «gli impegni o la facoltà di erogazione derivanti dal relativo contratto di apertura di credito [...]» mantenendo, però, la domiciliazione del conto su cui è stata, in una prima fase, costituita l'apertura di credito.

Naturalmente, con il contratto di apertura di credito si assisterà ad un alternarsi di scoperti e di reintegri. Gli incassi che perverranno sul conto originario (poiché non viene trasferita la posizione per intero) persisteranno nella loro funzione di reintegro delle quote disponibili, in senso virtuale, per le nuove aperture di credito, anche se intervenute successivamente alla cessione.

Ampliando l'ottica d'indagine, il punto nodale dell'art. 4 della l. n. 130/1999, al di là delle norme che esonerano la società per la cartolarizzazione e l'*originator* dalle revocatorie fallimentari o che ne riducono i termini per l'esigibilità, è rappresentato dal disposto del comma secondo, che, oltre a trattare il divieto di compensazione, identifica i soggetti cui la cessione è opponibile a partire dalla data in cui viene fatta pubblicità dell'avvenuta cessione, pubblicità che viene assolta tramite pubblicazione in G.U. e iscrizione nel Registro delle Imprese<sup>165</sup>. Tali soggetti sono «gli altri aventi causa del

---

<sup>163</sup> Nel gergo finanziario si è soliti usare la locuzione "revolving". Il D. l. 30 dicembre 2019, n. 162 ha incluso nel disposto questa forma atipica di affidamento in quanto, per molti versi, analoga alle aperture di credito tradizionali.

<sup>164</sup> Nel tentativo di dedurre una *ratio* per questa disposizione, va menzionato che la norma costituisce una sorta di eccezione rispetto a quanto precedentemente visto, presso l'art. 2, comma 2, lett c), poiché, intuitivamente, dovrebbe porsi quest'attività appannaggio del *servicer*.

<sup>165</sup> In passato era sorto il problema legato a determinare a chi spettasse l'effettuazione della pubblicità dell'avvenuta cessione qualora, ai sensi dell'art. 3 della l. n. 130/1999, il soggetto cessionario e il soggetto emittente fossero state entità distinte. Si risolse propendendo per la soluzione che vede l'emittente come colui che è tenuto all'ottemperare all'obbligo di pubblicare l'avvenuta cessione, in quanto, ponendosi a valle della filiera, è più idoneo a garantire l'opponibilità verso i debitori e gli aventi causa di tutti i cessionari.

cedente<sup>166</sup>, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore» e i creditori del cedente che non hanno pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.

Non dev'essere trascurato, però, il rinvio compiuto dall'art. 4, comma 1, alla disciplina dettata dall'art. 58, commi 2, 3 e 4 del D. lgs. 385/1993 (T.U.B.) relativamente alla cessione di rapporti giuridici ad istituti bancari<sup>167</sup>. Il dettato dell'art. 58 non attiene esclusivamente ai crediti, bensì coinvolge aziende, rami di aziende, beni e rapporti giuridici individuabili in blocco, sebbene, nella declinazione cui fa riferimento la legge sulla cartolarizzazione, l'ambito applicativo viene ristretto ai crediti oggetto di cessione. L'art. 58 assolve alla funzione di facilitare la ristrutturazione del patrimonio aziendale permettendo un'attuazione agevole di una serie di interventi che, seppur meno invasivi di una fusione/scissione di entità soggettive, consentono all'impresa bancaria di rispondere ai mutamenti di scenario, mantenendo, frattanto, un controllo sulle concentrazioni bancarie<sup>168</sup>. Ad esempio, viene consentito alle banche di non dover notificare a tutte le controparti di una pluralità di rapporti giuridici l'avvenuta cessione, per potersi rendersi cessionaria di tali rapporti<sup>169</sup>. Il fatto che il legislatore abbia ritenuto opportuno traslare la disciplina in ambito di cartolarizzazione si spiega nella necessità di derogare alle norme generali in tema di cessione di crediti dettate dal Codice civile, senza dover ricorrere a

---

<sup>166</sup> Giova ricordare che gli "aventi causa" sono i soggetti che acquistano un diritto a titolo derivativo, ossia in virtù di un trasferimento del diritto stesso attuato a loro favore dal "dante causa".

<sup>167</sup> Art. 58, comma 2, T.U.B.: «la banca cessionaria dà notizia dell'avvenuta cessione mediante iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. La Banca d'Italia può stabilire forme alternative di pubblicità».

Art. 58, comma 3, T.U.B.: «I privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente, nonché le trascrizioni nei pubblici registri degli atti di acquisto dei beni oggetto di locazione finanziaria compresi nella cessione conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione. Restano altresì applicabili le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti».

Art. 58, comma 4, T.U.B.: «nei confronti dei debitori ceduti gli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2 producono gli effetti indicati dall'art. 1264 C.c.».

<sup>168</sup> Sugli scopi che l'art. 58 tenta di perseguire si veda MASI, *commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 2000, p. 454 ss.

<sup>169</sup> Art 1264 C.c.: «la cessione ha effetto nei confronti del debitore ceduto quando questi l'ha accettata o quando gli è stata notificata. Tuttavia, anche prima della notificazione, il debitore che paga al cedente non è liberato, se il cessionario prova che il debitore medesimo era a conoscenza dell'avvenuta cessione».



riformulare norme sovrapponibili a quelle già vigenti per un settore designato<sup>170</sup>. La disciplina contenuta nel T.U.B. è infatti preordinata a non ostacolare il compimento della cessione dei rapporti giuridici<sup>171</sup>.

Seguendo il disposto del comma secondo, e dando notizia della cessione mediante pubblicazione in G.U. e iscrizione nel Registro delle Imprese, in nome della certezza dei traffici giuridici, il legislatore ha sacrificato, *sic et simpliciter*, le ragioni dei debitori ceduti. Mentre alcuni autori<sup>172</sup> hanno promosso la tesi secondo la quale il pericolo non si porrebbe, nella maggioranza dei casi, stante la coincidenza tra cedente e *servicer* (che si tradurrebbe in un cambiamento solo formale del titolare dei crediti, dalla prospettiva del debitore ceduto, dato che il soggetto che provvederebbe all'incasso sarebbe il medesimo che lo avrebbe fatto in assenza di cessione), altri<sup>173</sup>, di converso hanno propugnato la tesi per la quale il legislatore non ha tenuto conto della prassi internazionale imponendo l'esclusione dall'esercizio dell'attività di *servicing* da parte di *originator* non tenuti a procedere all'iscrizione, potendo dare adito alla creazione di due categorie di cartolarizzazioni con differenti gradi di tutela dei debitori ceduti.

Una deroga importante al diritto comune è rappresentata dalla norma contenuta nel comma terzo dell'art. 58, secondo la quale le garanzie e i privilegi disposti a favore del cedente mantengono la loro validità e il loro grado anche nei confronti del cessionario, senza che vengano richieste formalità o annotazioni a comprovare ciò. Infatti, mentre l'art. 1263 C.c. sancisce che i rapporti accessori (privilegi, garanzie personali/reali e altri accessori) seguono strettamente le vicende del rapporto principale oggetto di cessione<sup>174</sup>

---

<sup>170</sup> In realtà, l'art. 58 sottopone alla discrezionalità della Banca d'Italia l'emissione di un'autorizzazione per le operazioni di cessione più "importanti" sotto il profilo finanziario. In particolare, la soglia dimensionale oltre la quale scatta l'intervento autorizzativo della Banca d'Italia è fissata al 10% del patrimonio di vigilanza della banca. Chiaramente la discrezionalità non è deliberatamente applicata, poiché è prescritto che ci si attenga a un ventaglio di parametri ben definiti, ad esempio l'assetto tecnico e organizzativo della banca, e che vengano trascurati parametri quali l'impatto sulla situazione concorrenziale dei mercati (giacché darebbero adito ad accuse volte a sminuire l'indipendenza dell'ente vigilante), ai sensi della legge 287/90.

<sup>171</sup> FERRO-LUZZI, PISANTI, *op. cit.*, p. 273.

<sup>172</sup> BONTEMPI, SCAGLIARINI, *La securitization in Teoria e pratica del diritto*, Milano, 1999, p. 162.

<sup>173</sup> RUMI, *op. cit.*, p. 448.

<sup>174</sup> Secondo ARTALE, G., in *La cartolarizzazione, commento alla legge n. 130/1999*, la norma costituisce un corollario del Principio del Consenso Traslativo, previsto dal nostro ordinamento all'art. 1376 C.c. Tale

(nella fattispecie esaminata, il credito), non ponendo problemi applicativi particolari, quest'ultimi emergono quando si sposta l'attenzione sull'opponibilità ai terzi, dacché l'art. 2843 C.c. impone, ad esempio, l'annotazione a margine<sup>175</sup> dell'iscrizione ipotecaria per validare un'eventuale escussione della garanzia da parte del cessionario che se ne volesse valere. Attraverso la deroga dell'art. 4 della legge per la cartolarizzazione si è escogitato un modo, ossia il rimando all'art. 58 del T.U.B., per consentire al cessionario di avvalersi dell'insieme di garanzie fornite dai debitori ceduti all'*originator* (non è detto che sia sempre un'ipoteca, può trattarsi di fidejussione<sup>176</sup>) senza che siano effettuate formalità ulteriori alla pubblicazione in G.U. e all'iscrizione nel R.I.

Una problematica che fu sollevata<sup>177</sup> già nei primordi dell'introduzione della legge nel nostro ordinamento attenne alla mancata deroga del secondo comma dell'art. 1263 C.c.<sup>178</sup> per quanto concerne il trasferimento della cosa ricevuta in pegno, dal cedente al cessionario. Infatti, generalmente, i costituenti in pegno, ossia i debitori ceduti, difficilmente daranno consenso volontario al cedente di trasferire il pegno della cosa in capo al cessionario, in modo che se ne serva a tutela dei crediti da lui acquisiti. Tale situazione si suppose che avrebbe creato diffidenza soprattutto nei confronti di potenziali investitori di matrice anglosassone che non sono soliti dover soppesare questa circostanza nel loro quadro regolamentare.

---

principio consente che sia sufficiente il consenso delle parti per produrre determinati effetti contrattuali. Nella vendita che ha ad oggetto il trasferimento della proprietà di una cosa determinata (o di un diritto), il perfezionarsi del passaggio si ha nel momento in cui si giunge al consenso delle parti. Non è necessario, ad esempio, l'incasso del corrispettivo.

<sup>175</sup> Attraverso l'annotazione a margine dell'iscrizione ipotecaria si ufficializza il passaggio di credito dell'ipoteca di un immobile da un soggetto distinto rispetto a quello cui era stata intestata da principio. Tipicamente, l'annotazione che rende efficace il passaggio di ipoteca, e che ha efficacia costitutiva, si rende necessaria nella surroga del mutuo, o nel trasferimento del mutuo dall'istituto erogante ad un altro differente.

<sup>176</sup> In tal caso, il fideiussore che dovesse pagare il cedente dei crediti oggetto di trasferimento anziché il cessionario, non sarà liberato dall'obbligo dover effettuare nuovamente al pagamento nei confronti di quest'ultimo qualora sia stata fatta idonea pubblicità della cessione in G.U.

<sup>177</sup> Per approfondimenti sul tema si veda SPANO, *op. cit.* p. 444.

<sup>178</sup> Art. 1263, comma 2: «il cedente non può trasferire al cessionario, senza il consenso del costituente, il possesso della cosa ricevuta in pegno; in caso di dissenso, il cedente rimane custode del pegno».

Il comma 4 dell'art 58, in contrasto con quanto stabilito dall'art 1264, riproduce gli effetti di quest'ultimo senza richiederne gli adempimenti. Anzitutto, l'art. 1264, non si pone in contraddizione con il già menzionato consenso traslativo dettato dall'art. 1376 c.c., in quanto non richiede che la validità della cessione sia condizionata al consenso del debitore ceduto, bensì eleva questo consenso a condizione necessaria affinché l'opponibilità della cessione sia efficace verso il debitore ceduto e quest'ultimo non venga liberato dall'obbligazione se decide di adempiere nei confronti del cedente. Inoltre, la deroga alla disciplina ordinaria fornita dall'art. 58 del T.U.B. è essenzialmente finalizzata a rimpiazzare l'opponibilità della cessione al debitore ceduto basata sulla notifica individuale con l'opponibilità esprimibile a partire dalla pubblicazione in G.U., rendendo più celere il compimento dell'operazione, riducendone, al contempo, il costo complessivo. In tal modo la legge prescinde dal garantire che vengano predisposti strumenti adeguati a favorire la conoscibilità della cessione da parte del debitore ceduto, il quale sarebbe tecnicamente tenuto a consultare periodicamente la G.U. per essere edotto sugli sviluppi del rapporto in cui è coinvolto.

Come accennato pocanzi, il comma 1 dell'art. 58 non viene richiamato dalla l. n. 130/1999, e questo avviene perché tale comma si incentra sui poteri autorizzativi e di emanazione di istruzioni esercitabili dall'autorità di vigilanza nei confronti del soggetto cessionario, che si propongono di valutare la compatibilità dei trasferimenti di rischio e di oneri di gestione con la sana e prudente gestione del soggetto vigilato. Difatti l'autorizzazione non viene inoltrata dal cedente, bensì dal cessionario; equilibrio che muta qualora una banca ceda un insieme di crediti individuabili in blocco ad una società veicolo in un'operazione di cartolarizzazione, dove si renderà opportuno determinare la quantità di rischio che, per mezzo della società veicolo, viene trasferita dalla banca ai prenditori di titoli. In tal caso le istruzioni di vigilanza saranno imperniate sul cedente<sup>179</sup>. Tale mancato richiamo si giustificerebbe anche con il desiderio del legislatore di privilegiare la snellezza e la speditezza delle procedure dell'operazione di cartolarizzazione. Esso però, non perviene senza svantaggi; infatti, parte della dottrina<sup>180</sup> ha osservato che alla luce della compatibilità tra il ruolo di cedente e quello di *servicer* (in caso di banche o

---

<sup>179</sup> Si fa riferimento alle istruzioni di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia il 21 aprile 1999, n. 229.

<sup>180</sup> Sul punto si osservi RUMI, *op. cit.*, p. 447.

intermediari finanziari), in caso di corrispondenza tra i due soggetti vi sarebbe la sottrazione di una vigilanza ulteriore che altrimenti sorveglierebbe l'operazione (dato che il soggetto terzo svolgente le attività dettate dall'art. 2, comma 3, lett c) sarebbe sottoposto a vigilanza della Banca d'Italia). Questa carenza sarebbe dunque colmabile dall'assoggettamento di determinate operazioni di entità rilevante alle istruzioni emanate dalla Banca d'Italia (ai sensi dell'art. 58, comma 1, T.U.B.), volte a determinare specifici criteri autorizzativi.

Chiusa la parentesi costituita dal rimando all'art 58 del T.U.B., l'art. 4, comma 2, ci informa circa l'opponibilità della cessione agli "altri aventi causa del cedente". Dalla data di pubblicazione in G.U., la cessione diventa opponibile nei confronti di costoro purché essi non dispongano di un titolo di acquisto che sia già stato reso efficace verso terzi in una data anteriore. Questa norma, come quelle precedentemente esaminate, attenua gli adempimenti richiesti dal Codice civile per rendere opponibile a terzi la cessione. Nel caso di specie, in concreto, si deroga all'art. 1265 C.c. che dispone che in caso di cessioni plurime dello stesso credito prevale quella che è stata per prima notificata al debitore o che è stata da questo, per prima, accettata<sup>181</sup>. Questa previsione costituisce una sorta di corollario alla norma che rimanda all'art. 58 del T.U.B., dato che nella pubblicità conseguente alla cessione di rapporti giuridici da questo regolata non trovano spazio le notifiche individuali.

La medesima norma (art. 4, comma 2, l. n. 130/1999) dispone anche per l'opponibilità della cessione ai creditori del cedente, che interviene sempre conseguentemente alla pubblicazione in G.U., al contrario di quanto prevede la normativa civilistica all'art. 2914 C.c., n. 2<sup>182</sup>. Con quest'ultimo il legislatore mira a prevenire fenomeni di sottrazione di beni/crediti sottoposti ad esecuzione, benché risultino anteriori al pignoramento: infatti, riguardo i crediti, la discriminante dell'opponibilità a terzi viene

---

<sup>181</sup> È una norma che si propone di appianare il conflitto che si può generare tra più cessionari di un medesimo credito. Il criterio generale è quello della prima notifica o accettazione del debitore.

<sup>182</sup> Art 2914, n. 2: «non hanno effetto in pregiudizio del creditore pignorante e dei creditori che intervengono nell'esecuzione, sebbene anteriori al pignoramento: [...] 2) le cessioni di crediti che siano state notificate al debitore ceduto o accettate dal medesimo successivamente al pignoramento». Oltretutto, è stato considerato, da parte della dottrina, che la notifica al debitore ceduto costituisce comunque una formula non ottimale per divulgare ai possibili interessati gli effetti della cessione avvenuta, poiché il debitore ceduto non ha alcun obbligo di comunicare con i cessionari.

generalmente individuata nella notifica al debitore ceduto o accettazione di quest'ultimo (che poi nell'art. 4 viene sovvertita e si identifica con la pubblicazione in G.U.), mentre in tal caso l'avvenuta notifica, se eseguita dopo la trascrizione del pignoramento ex art. 2643 C.c., diviene ininfluyente nel rapporto con i creditori pignoranti o coloro che intervengono nell'esecuzione, poiché nei confronti di costoro vige l'inefficacia relativa, indipendentemente dal fatto che la cessione sia invece avvenuta in data anteriore. Ne deriva che, in seguito alla pubblicazione in G.U., i creditori del cedente non avranno diritto a pignorare i crediti che sono entrati nella massa patrimoniale della società veicolo all'interno dell'operazione di *securitization*.

Con l'art. 4 si è posto rimedio alle situazioni che si sarebbero potute generare nel caso in cui altri aventi causa del cedente avessero richiesto di sottrarre i beni ceduti allo SPV, e già segregati patrimonialmente, in forza dell'aver reso efficace il titolo in data anteriore rispetto alla società veicolo e in assenza di una norma che ponesse l'opponibilità della cessione come diretta conseguenza della pubblicazione in G.U.<sup>183</sup>

Complessivamente si può osservare come l'art. 4 si ispiri profondamente alla legge sul factoring, ossia alla l. 21 febbraio 1991, n. 52.<sup>184</sup>, pur non essendone la copia. La prima incongruenza risiede nell'*incipit* della norma, in quanto la legge sulla cartolarizzazione prescinde dall'avvenuto pagamento<sup>185</sup>, e stabilisce la data della pubblicazione in G.U. come data da cui decorre l'opponibilità della cessione verso terzi.

---

<sup>183</sup> Qualora dovesse accadere che i cessionari rendano opponibile il titolo di acquisto in data anteriore alla pubblicazione in G.U., non sarà possibile opporre la cessione avvenuta verso lo SPV a costoro, che potranno legittimamente riscuotere il credito relativo ai debitori ceduti mentre alla società veicolo spetterà proporre l'azione di risarcimento del danno contrattuale ex art. 1218 C.c. nei confronti del cedente e a tutela dei prenditori di titoli ABS.

<sup>184</sup> Nello specifico, l'art. 5 della legge sul factoring regola l'efficacia della cessione nei confronti dei terzi e asserisce che «qualora il cessionario abbia pagato in tutto o in parte il corrispettivo della cessione ed il pagamento abbia data certa, la cessione è opponibile: a) agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi anteriormente alla data del pagamento; b) al creditore del cedente, che abbia pignorato il credito dopo la data del pagamento; c) al fallimento del cedente dichiarato dopo la data del pagamento, salvo quanto disposto dall'art 7, comma 1».

<sup>185</sup> Le ragioni sono piuttosto evidenti, dato che il pagamento integrale avviene solo una volta che l'emittente è stato in grado di piazzare le *tranches* di ABS, mentre nel caso del factoring la valutazione dei crediti (e l'istruttoria in generale) viene fatta anticipatamente alla cessione, e non vi è la valutazione di sottoscrittori di ABS che, invece, deve obbligatoriamente avvenire successivamente al piazzamento.

È lampante il fatto che le lettere *a)* e *b)* siano pressoché identiche nelle due formulazioni, laddove la lettera *c)* non trova spazio nella legge per la cartolarizzazione. Quest'ultima dispone che la cessione è opponibile, previo pagamento, al fallimento del cedente, se intervenuto dopo il pagamento. L'art. 7, comma 1, però, stempera la risolutezza dell'art. 5 poiché dichiara che «l'efficacia della cessione verso terzi [...] non è opponibile al fallimento del cedente se il curatore prova che il cessionario conosceva lo stato di insolvenza del cedente quando ha eseguito il pagamento e sempre che il pagamento del cessionario al cedente sia stato eseguito nell'anno anteriore alla sentenza dichiarativa di fallimento e prima della scadenza del credito ceduto». Di converso, la l. n. 130/1999 non subordina la riduzione dei termini per l'eseribilità delle azioni revocatorie nei confronti del cedente (quelle previste dall'art. 67 della L.F.) al verificarsi di nessuna condizione.

Questa difformità si verifica poiché vi sono esigenze di tutela degli investitori che intervengono nella messa in opera di un'operazione di cartolarizzazione che non vengono altrettanto percepite in caso di factoring. Infatti, in quest'ultimo caso, il costo d'acquisto della cessione dei crediti non ricade sugli investitori, bensì su un intermediario specializzato, che si presume operi con una diligenza superiore, avendo la capacità di raccogliere un *set* informativo più esauriente.

## CAPITOLO IV.

### CARTOLARIZZAZIONE PER IL TRAMITE DI UN *TRUST*

La garanzia della segregazione tra patrimoni provenienti da diversi conferenti non è un aspetto incidentale della trattazione, poiché la cartolarizzazione, per essere implementata nel nostro ordinamento giuridico senza creare eccessiva entropia, ha prelevato due istituti giuridici, la compravendita (per compiere il negozio di cessione) e il contratto di società (per l'istituzione dello SPV), e ne ha mutato la funzione per renderla aderente con una causa atipica rispetto a quella che di norma motiva la loro adozione. Infatti, lo scopo per i quali vengono reclutati tali istituti giuridici, oltre ad aver permesso di importare una prassi contrattuale tipicamente anglosassone (come per quanto è avvenuto con il *leasing*, il *factoring* e il *lease-back*) ponendosi sotto la tutela dell'art. 1322 C.c., comma 2<sup>186</sup>, si incardina sulla possibilità di frapporre un diaframma societario tra una società con crediti in esubero e degli investitori per attuare una separazione patrimoniale non necessitante dell'istituzione di un *trust* e convertire una massa patrimoniale in due flussi finanziari con segno opposto: il finanziamento che giunge dagli investitori all'*originator* e gli incassi percepiti da quest'ultimo, provenienti dai debitori ceduti, destinati agli investitori<sup>187</sup>.

#### 1. Strutture differenti di *securitization*.

Lo snodo cruciale dell'operazione si individua nella separazione dei patrimoni, che, sulla base dell'esperienza di altri Stati, non avviene sempre con la frapposizione di un veicolo societario. La cartolarizzazione, invero, può compiersi attraverso

---

<sup>186</sup> Art. 1322, comma 2: «le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico».

<sup>187</sup> LAROMA JEZZI, *I profili soggettivi dell'imposizione nella cartolarizzazione dei crediti, fra separazione patrimoniale e trust* in *Rivista Diritto Tributario*, Fascicolo 3, 2003, p. 261.

l'implementazione di tre strutture fondamentali: la struttura *Pass-Through*, la struttura *Pay-Through* e, infine, la struttura *Asset-Backed Bond*.

Si tenga presente che il secondo tipo, ovvero il modello *Pay Through* è quello cui si è fatto riferimento finora, poiché prediletto dal legislatore italiano. Uno dei fondamentali punti di distinzione rispetto al modello *Pass-Through* lo si ritrova nella circostanza che i prenditori dei titoli atti a finanziare la cessione di crediti non diventano titolari degli attivi ceduti, ma si limitano a vantare un diritto di credito nei confronti dello SPV, che a sua volta utilizzerà il portafoglio oggetto della cessione per istituire una garanzia (*Charge*) su cui rivalere i creditori nell'eventualità risultasse inadempiente<sup>188</sup>. Lo SPV permane, dunque, il titolare effettivo dei crediti. È opportuno sin d'ora stabilire che la natura dell'interesse dell'investitore nell'*underlying asset*, unitamente alle pretese esercitabili sul patrimonio, determinano sinteticamente il tipo di struttura in cui ci si imbatte. Esse, inoltre, presentano tre criteri distintivi per l'identificazione delle differenze: la natura del diritto cartolarizzato, che può assumere le vesti di un diritto di credito oppure di un diritto di proprietà nelle quote del portafoglio crediti; il soggetto titolare degli attivi smobilizzati (diretta conseguenza della natura del diritto cartolarizzato), che alternativamente può coincidere con il cessionario o con gli investitori; infine, il legame – più o meno diretto – tra i pagamenti erogati a favore degli investitori con gli incassi generati dall'adempimento dei debitori ceduti agli obblighi contrattuali.

Nelle strutture *Pass-Through* vi è un'emissione di *notes*<sup>189</sup> aventi la natura di certificati di partecipazione. La forma dell'emissione proviene dalla necessità di ricorrere ad un'operazione di *Trust*. Lo SPV si identifica con il *Trustee* (soggetto fiduciario) che ricopre sia il ruolo di gestore sia il ruolo di depositario dei crediti oggetto di cessione. Sorge, dunque, un *Trust Agreement* tra il cedente e lo SPV, mediante il quale il *Trustee*

---

<sup>188</sup> Svolgendo una valutazione ad ampio campo, non limitata al panorama italiano, la garanzia attribuisce dei diritti di prelazione sui beni, sia presenti sia futuri, trasferiti dall'*originator*. Ci si riferisce sia ai *cash flow* sia ai collaterali dell'operazione.

<sup>189</sup> È considerato improprio parlare di titoli, poiché l'istituzione del *Trust* e la distribuzione delle quote di quest'ultimo alla platea degli investitori li configura come "Certificati di partecipazione di un *Trustee* che riceve i crediti dal cedente", come specificato da MAURO, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche*, 2010, CEDAM.



(ovvero lo SPV) riceve per conto del *Trust* i crediti che gli vengono imputati dall'*originator*, e, susseguentemente, procede all'emissione delle anzidette *notes*, ossia titoli rappresentativi del *Trust Found* che traslano la proprietà del portafoglio, *pro quota*, agli investitori finali<sup>190</sup>. Vi è perfetta sincronia tra i flussi percepiti dai debitori ceduti e le performance di queste *notes*<sup>191</sup>, diversamente da quanto avviene nel modello *Pay-Through*, ove il vantaggio principale risiede, per l'appunto, nella facoltà di organizzare in *tranches* i pagamenti da effettuarsi nei confronti degli investitori, che rappresenta la ragion d'essere dello sfasamento temporale vigente tra il momento dell'incasso e il momento dell'erogazione. L'assegnazione della quota capitale e della quota interessi, in quest'ultimo caso, segue un piano di riparto strutturato in modo da consentire a insiemi differenziati di clienti di poter privilegiare di un minor rischio a scapito di una maggiore remunerazione o viceversa. La stretta correlazione tra flussi in entrata ed in uscita caratterizzante le strutture *Pass-Through* è un'implicazione diretta della perfetta sovrapposibilità del certificato di partecipazione (in termini di composizione di *assets*) al portafoglio di attivi sottostanti, ed essa conduce gli investitori ad essere maggiormente esposti, *ceteris paribus*, sia al *liquidity risk*<sup>192</sup> sia al *reinvestment risk*<sup>193</sup>. Un ulteriore fattore di rischio per i sottoscrittori delle *notes* risiede nel c.d. *prepayment risk*, traducibile nel rischio che episodici eventi di rimborso anticipato compiuti dai debitori ceduti conducano ad un parallelo rimborso dell'investimento effettuato dai possessori dei certificati di partecipazione.

Si accennerà succintamente alla differenza intercorrente tra i sistemi *Pay Through* e i sistemi *Asset-Backed*. In entrambi i casi i crediti di cui l'*originator* desidera spogliarsi non divengono mai di proprietà degli investitori, a cui spetta l'esercizio di un mero diritto di credito, ma rimangono di pertinenza del cessionario. Mentre il modello *Pay Through* si basa su un'emissione di titoli da parte di una società che risponde interamente delle

---

<sup>190</sup> PARDOLESI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, Milano, 1999, Giuffrè, p. 59.

<sup>191</sup> Tenuto conto dei costi di *servicing*, da non trascurare.

<sup>192</sup> *Liquidity Risk*: si tratta del rischio consistente nell'inabilità di cedere al mercato un *asset* detenuto in portafoglio, per l'appunto, a causa della scarsa liquidità che connota il mercato cui si va ad inserire ("*lack of marketability*"). Calando il concetto alle *Trust's Notes*, la mancata differenziazione dei titoli emessi per aggiustarli alla tolleranza individuale al rischio imprime maggiore difficoltà nel piazzamento.

<sup>193</sup> MAZZUCCA, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano, 2015, p. 22.

obbligazioni contratte nei confronti dei contraenti, il modello *Asset-Backed* si impernia sull'emissione di *Bonds* la cui garanzia è fornita strettamente dai collateralisti costituenti un patrimonio separato rispetto a quello della società veicolo. In tal modo le pretese dei prenditori di titoli vengono circoscritte ai crediti che vengono accantonati/segregati dallo SPV e, inoltre, viene data la possibilità di svincolare, in una certa misura, il pagamento delle somme indirizzate agli investitori dai flussi in entrata provenienti dai debitori ceduti, escludendo l'invocazione di pretese ulteriori sul patrimonio dello SPV, che viene preservato a garanzia della corretta prosecuzione delle operazioni.

Concettualmente, in riferimento all'adozione dei suddetti sistemi da parte di paesi di matrice giuridica *common law*, l'impiego del *Trust* non viene precluso ai modelli *Asset-Backed* e *Pay Through*. Se l'architettura è di tipo *Pay Through* il *Trust* verrà istituito allo scopo di procedere alla segregazione patrimoniale, con la differenza che, in seguito all'emissione dei titoli, gli investitori non si vedranno assegnate delle *notes* rappresentative di una frazione del fondo bensì diverranno beneficiari del *Trust* e, conseguentemente, saranno portatori di un mero diritto equitativo. Allo stesso modo, con una struttura *Asset-Backed* il *trust* è costituito come recipiente per l'imputazione dei crediti ceduti, e i titoli che verranno emessi non saranno il riflesso della frammentazione della proprietà dello stesso.

Il modello statunitense non manifesta particolari ritrosie nei confronti del sistema *Pay-Through*, con l'eccezione che di frequente vengono costituiti due SPV distinti, specificamente qualora l'*originator* non sia stato degnato dell'*investment grade*. La prima società veicolo è interamente partecipata dall'*originator* si pone come controparte di una compravendita che ha per oggetto gli *assets* da cartolarizzare e che delinea una *true sale for bankruptcy purposes*. La seconda società veicolo interviene successivamente per dare luogo ad una *true sale for accounting purposes* e per procedere all'emissione di titoli; codesta è giuridicamente e sostanzialmente svincolata ed indipendente dal cedente. Tale duplicazione dei ruoli diviene necessaria allorché si renda necessario premunire gli investitori dal rischio associato alla possibile bancarotta dell'*originator* preservando al contempo quest'ultimo dall'attuazione di una politica di *overcollateralization* potenzialmente molto onerosa. Mediante tale procedura (la cui struttura che la sovrintende prende il nome di FINCO, acronimo di *Financial Company [structure]*) la seconda società veicolo attende di eseguire il rimborso di tutte le *securities* emesse per

ritrasferire l'eccedenza di *collaterals* al primo SPV, il quale riaffluirà nelle "viscere" dell'*originator* o, in alternativa, retrocederà l'eccedenza trasferitagli<sup>194</sup>.

## **2. Incompatibilità della struttura *Pass Through* con l'assetto normativo italiano e con il non agevole utilizzo del *Trust*.**

Il legislatore italiano, di converso, sembra aver precluso la possibilità di organizzare un'operazione di cartolarizzazione ricalcando il modello *Pass Through*. Questo essenzialmente per la sua incompatibilità con l'art. 3, comma 2 della l. n. 130/1999, che recita l'impossibilità di esperire azioni su ciascun patrimonio da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli. Tale incompatibilità si esprime in ottica semantica, giacché la legge, attribuendo l'appellativo "creditori" ai prenditori di titoli accantona l'eventualità che li si possa etichettare come titolari, *pro quota*, del patrimonio separato. Chiaramente questo non è l'unico punto di inconciliabilità tra il modello in esame e la legge, d'altronde non si spiegherebbe altrimenti l'esonero, in favore dell'emittente – normato all'art. 5 della legge – dall'applicazione degli artt. 2410-2420, in riferimento ai limiti della raccolta del risparmio presso il pubblico. Altro punto di disaccordo tra i due archetipi risiede nella perentorietà della norma che richiede la costituzione della cessionaria in forma di società di capitali e l'attribuzione a quest'ultima di piena personalità giuridica.

Tentare di incorporare il paradigma anglosassone di separazione patrimoniale nel contesto italiano confligge con la maniera in cui, in periodi antecedenti all'introduzione della legge cardine, il legislatore ha inteso normare la fattispecie. Infatti, un precedente legislativo che ricalca il concetto di separazione poi introdotto in tema di cartolarizzazione si è avuto con il D. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, specificatamente all'art 19<sup>195</sup>. In esso si affermava che nella prestazione dei servizi d'investimento da parte dei

---

<sup>194</sup> SCHWARCZ, *The global alchemy of asset securitization in International Financial Law Review*, 1995, p. 31 (darkened paragraph).

<sup>195</sup> Articolo poi abrogato dal D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.), che l'ha soppiantato con una norma che ne ricalca i propositi, ovvero l'art. 22, di cui si è già brevemente trattato.

soggetti adibiti a svolgerlo, gli strumenti finanziari e il denaro di pertinenza della clientela doveva costituire un “patrimonio distinto”. Un precedente analogo si ebbe con la norma istitutiva, in Italia, dei fondi comuni di investimento mobiliari contenuta nell’art. 3, comma 2 della l. n. 77 del 23 marzo 1983 (poi abrogato dal T.U.F.)<sup>196</sup>, il quale afferma che «ciascun fondo comune costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione e da quelli dei partecipanti, nonché da ogni altro fondo gestito dalla medesima società di gestione». Così venne a crearsi un sistema ove i creditori dei partecipanti al fondo d’investimento potevano rivalersi solo fino a concorrenza del valore delle quote di quest’ultimi, mentre agli eventuali creditori della società di gestione era consentito promuovere azioni solo sul patrimonio di stretta pertinenza della società stessa. Pertanto, attraverso le deroghe summenzionate<sup>197</sup>, il legislatore italiano ha inteso bypassare l’art. 2740, di cui si è ampiamente trattato, non appellandosi all’istituto del *trust*, ma traendo ispirazione, anche in ambito di cartolarizzazione, dalle discipline regolate in precedenza in cui si è dovuto ricorrere alla creazione di patrimoni distinti. Dato che la legge si proponeva di pervenire al medesimo risultato della segregazione senza l’ausilio del *trust*, si è tentato di riprodurre tutti gli effetti accessori di tale istituto in via contrattuale. Chiaramente, anche il mancato riconoscimento giuridico dell’istituto del *trust*, quantunque ne sia tollerato l’impiego, ha inasprito le ragioni di chi non lo reputava una via percorribile. Sino ad oggi, su un insieme di discipline, non potendosi rinviare ad una disciplina generale sulla separazione patrimoniale, si è di volta in volta sopperito con l’emanazione di discipline specifiche<sup>198</sup>.

In riferimento alla società per la cartolarizzazione, è da interrogarsi se la l. n. 130/1999 asserisca l’indisponibilità delle somme riscosse dai soggetti di cui all’art. 2, comma 3, lett. *c*), dato che, in ragione dello stesso articolo, vengono esposte le casistiche nelle quali gli incassi possono venire dirottati per la stipulazione di “operazioni finanziarie accessorie” e per la copertura dei “costi dell’operazione” (per quanto venga

---

<sup>196</sup> Sul punto, sempre MAZZUCCA, *op. cit.*, p. 84.

<sup>197</sup> Vi sarebbero ulteriori esempi, tra i quali l’art. 4, comma 2 del D. lgs. 21 aprile 1993, n. 124 (sulla costituzione di patrimoni separati in società ed enti pubblici) e la l. 2 gennaio 1991, n. 1. (sulla disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare).

<sup>198</sup> Le quali, talvolta, utilizzano in modo promiscuo i vocaboli “distinto”, “autonomo” e “separato” per designare il patrimonio oggetto di segregazione.

richiesta espressa annotazione in prospetto). Un argomento propinato da certuni prende avvio dalla circostanza che, in virtù della fuoriuscita di parte dei fondi riscossi dalla traiettoria che li condurrebbe direttamente ai prenditori dei titoli ABS (per le esigenze sovraesposte), vi sarebbe una, seppur minima, confusione patrimoniale. Tale commistione, inoltre, in assenza di una norma che sancisca l'indisponibilità delle somme riscosse e, soprattutto, di una norma che sanzioni l'utilizzo improprio decretando l'inefficacia o l'invalidità dell'atto di disposizione (determinandone il rientro nel patrimonio illegittimamente compromesso), dimostrerebbe una segregazione operante parzialmente<sup>199</sup>. Per completezza, però, va detto che con l'Allegato I del Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia, datato 23 agosto 2000, recante "Disposizioni per le Società di Cartolarizzazione" si è dato avvio all'attuazione di misure concrete per la fattiva esecuzione della separazione patrimoniale, ottenibile mediante la predisposizione di adeguati presidi informativo-contabili e mediante il deposito delle somme afferenti alle singole operazioni in conti sottorubricati o distinti per ciascuna di esse. Inoltre, si è precisata la necessità di fornire adeguati flussi informativi ai destinatari dei singoli interventi che consentano di ricostruire il complesso delle operazioni realizzate.

Parte della dottrina inizialmente era incline a ritenere più idoneo intraprendere la via del *trust*, stante l'impossibile emersione del problema legato all'efficacia della separazione patrimoniale. Per questa ragione esamineremo in breve tale istituto giuridico.

### **3. Il *Trust* nel diritto internazionale e italiano.**

Fin dal principio, con il sorgere delle prime forme associative finalizzate allo svolgimento di un'attività imprenditoriale si è avuta la necessità di non addossare integralmente la responsabilità patrimoniale degli atti compiuti nello svolgimento delle funzioni d'impresa agli associati. Attraverso l'artefatto della finzione della persona

---

<sup>199</sup> MURITANO, *La cartolarizzazione dei crediti e i fondi comuni d'investimento in I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Giappichelli editore, Torino, 2007, p. 98.

giuridica si è attribuito l'*owner shielding*<sup>200</sup> agli associati e l'*entity status*<sup>201</sup> all'impresa operante in qualità di entità autonoma. In particolare, in seguito alla costituzione della *legal entity* è sempre possibile rinvenire due costrutti che sorreggono l'intera impalcatura, ossia l'*affirmative asset partitioning*<sup>202</sup> e il *defensive asset partitioning*<sup>203</sup>. Naturalmente, quello di maggior interesse è il primo, ovvero l'A.A.P., poiché, oltre ad essere quello che permette all'impresa di veleggiare anche in contesti dove i singoli imprenditori versano in situazioni finanziari subottimali, è anche l'unico che non è possibile demandare integralmente alle pattuizioni contrattuali stipulate tra le parti (anche per gli eccessivi costi di transazione che implicherebbe il doversi accordare sui medesimi termini di esonero di responsabilità individuale per ogni interazione contrattuale), stante una necessità di tutela legale aprioristica che permetta a chiunque costituisca una determinata specie di *partnership* di mantenerla svincolata da situazioni personali<sup>204</sup>.

Un fondamentale equivoco sorge qualora si tenta di ricostruire fattispecie afferenti al diritto anglosassone in comparazione con fattispecie del diritto italiano, ancorandone gli attributi in una corrispondenza biunivoca. Nel caso in esame si può già affermare

---

<sup>200</sup> *Owner Shielding*: è l'insieme di "rules" che proteggono il patrimonio del titolare di un'impresa dall'essere aggredito dalle pretese di creditori vantanti un credito nei confronti dell'impresa stessa. Nel caso di *Weak Owner Shielding* gli interessi dei creditori dell'impresa non verranno invalidati nei confronti del titolare, bensì verranno posposti ai crediti vantati dai creditori personali del soggetto.

<sup>201</sup> *Entity Status*: riguarda il riconoscimento dell'impresa come ente disgregato da chi manifesta interessenza nella stessa in qualità di titolare. Con esso si ottiene un grado più o meno elevato di *Entity Shielding*, ossia di schermatura societaria dalle pretese mosse dai creditori del titolare nei confronti della società medesima. I tre gradi, nel diritto anglosassone, sono, dal più debole al più vigoroso: a) *Weak Entity Shielding*; b) *Strong Entity Shielding*; c) *Complete Entity Shielding*.

Per una diamina esauriente sulle implicazioni di questi scudi patrimoniali si faccia riferimento a HANNSMANN, KRAAKMAN, SQUIRE, *Law and the rise of the firm*, Paper n. 546, Harvard Law School, 2006, p. 3.

<sup>202</sup> *Affirmative Asset Partitioning*: trattasi di un concetto equivalente a quello di *Entity Shielding*; coinvolge la protezione degli *asset* dell'impresa dalle pretese avanzate dai creditori dell'*owner*. Tale locuzione si contrappone a quella di *Defensive Asset Partitioning*, che si può identificare nel già menzionato *Owner Shielding*. L'aggettivo "affirmative" è funzionale a suggerire che gli attivi dell'impresa sono sempre e solo impegnati a garantire le obbligazioni contratte dalla società.

<sup>203</sup> VENTURA, *Il patrimonio separato tra equivalenza funzionale e asimmetrie normative in Diritto del Commercio Internazionale*, 2016, p. 163.

<sup>204</sup> HANNSMANN, KRAAKMAN, SQUIRE, *The essential role of organization law*, Harvard Law School, 2000, p. 428.

l'estraneità del concetto di *legal entity* con quello di persona giuridica. Infatti, il concetto di *legal entity*<sup>205</sup> presenta un dominio di inclusione molto ampio, racchiudente ogni entità dotata di personalità giuridica senza che possa dirsi il contrario, a causa del fatto che esistono diversi modelli organizzativi non dotati di piena personalità giuridica ma che vengono, nondimeno, designati come *legal entity* (è, ad esempio, il caso delle *unincorporated company*). Nell'utilizzo accademico, con il termine *legal entity* si include l'insieme di *contracting entities*<sup>206</sup> che presentano una forma (più o meno ampia) di *asset partitioning* loro conferita per legge (viene sempre ravvisata una misura variabile di A.A.P., mentre può venire meno la D.A.P.). Vista l'ampiezza del termine, per designare le *legal entity* diverse dalle persone fisiche (che possono esserne parte), si adopera il termine *organizational entity*, qualora il carattere sia societario. Nelle entità dotate di personalità giuridica, di converso, vengono ascritte quelle che presentano una forte separazione soggettiva fra soci e società stessa.

Usualmente, per perseguire lo scopo della segregazione patrimoniale, è possibile procedere o con il ricorso all'entificazione soggettiva, attraverso la costituzione di una *legal entity*, oppure mediante il partizionamento dell'intero patrimonio con la devoluzione di una quota di esso al raggiungimento di un fine individuato. Il *Trust* si impone come mezzo adeguato a garantire un'efficace separazione patrimoniale volta a tutelare l'interesse del beneficiario imprimendo, al contempo, un obbligo giuridico di amministrazione dei beni imputati in esso da parte di un terzo. Nei sistemi *civil law* il *Trust* ha trovato una serie di ostacoli alla sua affermazione, a partire dal precetto che dispone la responsabilità patrimoniale universale in capo al debitore (in Italia, prevista dall'art. 2740 C.c.). Un ulteriore fonte di intralcio è data dal principio della tipicità e del *numerus clausus* dei diritti reali<sup>207</sup>. Ancora, altro aspetto che si pone in conflitto, più ad un

---

<sup>205</sup> *Legal Entity*: con questo termine ci si riferisce ad ogni organizzazione che presenta un'identità legale differente rispetto a quella dei propri membri.

<sup>206</sup> *Contracting Entity*: consiste sempre nella convivenza di: a) uno o più agenti liberi agire in rappresentanza dell'entità per siglare contratti; b) un insieme di *assets*, riferibili all'entità, la cui sorte è indissolubilmente condizionata all'adempimento delle promesse contrattuali. Per approfondimenti sul tema si veda HANNSMANN, KRAAKMAN, SQUIRE, *Legal entities, asset partitioning and the evolution of organizations in Newly revised draft for nber conference, 2002*, pp. 3 ss.

<sup>207</sup> Tipicità e *numerus clausus* attengono a principi distinti. La tipicità proibisce la modificazione degli elementi essenziali che formano il contenuto dei diritti reali (che devono rimanere intatti nella

livello di incompatibilità concettuale, è dato dall'inconcepibilità, per i sistemi giuridici poggiati sulle ceneri del diritto romano, della *dual ownership*<sup>208</sup> che pervade i sistemi di *common law*, ove è ammissibile che il diritto di proprietà venga in un certo qual modo scisso tra il titolare legale operante in veste di *Trust (legal ownership)* e il beneficiario (*equitable ownership*)<sup>209</sup>. Infatti, l'assolutezza e l'indivisibilità della proprietà così come intesa dai sistemi *civil law* mal si concilia con la *dual ownership*.

Non ci si inganni con il supporre che non vi siano istituti, all'interno dei sistemi *civil law*, che ricalcano a grandi linee i *Trusts*, specialmente per quanto riguarda gli effetti, più che per la struttura. Si potrebbe citare il caso del curatore; soggetto nominato giudizialmente per assistere un individuo parzialmente incapace di agire<sup>210</sup>, preposto ad integrare con una manifestazione di assenso determinati atti di straordinaria amministrazione che l'inabilitato (o minore emancipato) dimostra di voler concludere. In realtà si tratta di un'equivalenza un poco forzata, giacché il curatore non può vantare potere di rappresentanza nei confronti dell'individuo, tantomeno ne amministra il

---

conformazione attribuita loro dal legislatore), mentre il *numerus clausus* inerisce il divieto imposto ai privati di plasmare nuovi diritti reali per via negoziale. Con il sorgere di nuove figure dotate del carattere di realtà (come la multiproprietà, le servitù reciproche, il *trust*, il contratto fiduciario...) ci si è posti il quesito se i principi summenzionati siano ancora valevoli di una considerazione così devota. Ad oggi, sembrerebbe che la Corte di Cassazione (in ultima, con Sentenza del 17 dicembre 2020, n. 28972) ritenga ancora valide le fondamenta dei due principi, nonostante nel tempo siano stati annacquati da una moltitudine di istituti giuridici di nuova importazione.

<sup>208</sup> Secondo MATTEI, *The function of Trust law: a comparative legal and economical analysis in UC Hasting Policy Repository*, 1998, p. 441, la *civil law* ruota attorno alla c.d. "unitary theory of property rights". Egli ritiene che, nella Francia rivoluzionaria, la dualità del diritto di proprietà iniziò a penetrare nell'immaginario giuridico come una peculiarità tipicamente presente in contesti feudali. Conseguenzialmente venne posta, quale prerogativa di quel sistema *civil law*, la decurtazione del numero dei "restricted property rights", dando avvio all'affermazione del *numerus clausus*.

Vennero create una serie di casistiche di esonero alla norma principale, che, affinché rendessero lecita la convivenza di più interessi su una specifica proprietà, dovevano essere specificatamente individuate. Si trattava delle servitù su proprietà, di mutui e di usufrutti. Dato che il frazionamento della proprietà che si genera dal *trust* non si poteva ricondurre a nessuna delle fattispecie anzidette, ne derivò l'inammissibilità dell'istituto *tout court*.

<sup>209</sup> Sugli elementi che si sono frapposti fra l'inclusione del *trust* nel diritto italiano e la persistenza dello stato di fatto previgente si veda VENTURA, *op. cit.*, p. 13.

<sup>210</sup> Con l'art. 424 C.c. si dispone che all'interdetto e all'inabilitato si applicano rispettivamente le discipline della tutela del minore e della curatela del minore emancipato, fatte salve le eccezioni che sorgono sulla base delle peculiarità che connaturano ciascun istituto.



patrimonio; prerogative che invece sono attribuite alla figura del tutore, che è più emblematica in un'ottica comparativa. Nei riguardi del minore, ma la disciplina è estendibile all'interdetto, il tutore, oltre ad avere cura della persona, lo rappresenta e ne amministra i beni (art. 357 C.c.). Esso può compiere anche “atti personalissimi” purché «ne sia accertata la conformità alle esigenze di protezione»<sup>211</sup>.

Il negozio fiduciario (discendente della *Romanistic Fiduciary Transaction*<sup>212</sup>), tra tutti i possibili candidati, presenta la più alta affinità con il *Trust*<sup>213</sup>. Con esso si consente al c.d. “fiduciante” di assegnare l'amministrazione/gestione di un bene (o di un'universalità di beni) ad un altro soggetto, detto “fiduciario”, che dovrà provvedervi indirizzando la gestione stessa al perseguimento di un'esigenza individuata. Servendosi del negozio fiduciario il fiduciante rinuncia alla proprietà sul bene poiché essa viene trasferita al fiduciario, il quale non potrà prevaricare il fiduciante disponendone integralmente, bensì sarà tenuto a osservare un vincolo (*pactum fiduciae*) che prescrive non solo il rispetto di specifici obblighi che delimitano il perimetro delle azioni svolgibili, le quali devono essere funzionali al conseguimento di uno scopo preciso, ma che obbliga costui a ritrasferire il bene o al fiduciante o ad un terzo da quest'ultimo designato<sup>214</sup>. Anche per quanto concerne il negozio fiduciario non tutti convergono nel reputarlo lo strumento più aderente al fine che, di norma, intende perseguire<sup>215</sup>. Posto che è fuori

---

<sup>211</sup> Sentenza Cassazione Civile n. 14669/2018.

<sup>212</sup> La fiducia romanistica diverge da quella germanistica. La prima è l'oggetto del paragrafo, mentre la seconda prevede la coesistenza separata tra la titolarità formale e la legittimazione del suo esercizio, che avviene sulla base di un c.d. “negoziato di autorizzazione”.

<sup>213</sup> MATTEI, *op. cit.*, p. 443.

<sup>214</sup> La fiducia può aversi in varie gradazioni; si distingue la fiducia statica dalla fiducia dinamica. Nella prima viene meno l'atto di trasferimento, e il soggetto titolare del bene, che prima ne disponeva a suo giovamento, si avvia a mutare la destinazione di utilizzo per finalizzare scopi altrui. Nella fiducia dinamica, di cui si è già implicitamente detto, vi è un pieno effetto traslativo. Un'ulteriore dicotomia sussiste tra fiducia *cum amico* e fiducia *cum creditore*. Mentre nella prima l'amministrazione del bene viene demandata al fiduciario nell'interesse del fiduciante, nella seconda il trasferimento della proprietà, e il conseguente trasferimento del potere gestorio, giace alla base della garanzia che il fiduciante eroga a favore del fiduciario in virtù di un rapporto creditizio.

<sup>215</sup> Ciò è particolarmente vero nel negozio fiduciario *cum creditore*, ove è necessario che si convenga che non sussiste violazione del divieto di patto commissorio, ossia il patto intercorrente tra debitore e creditore in cui il secondo mette a disposizione del primo un determinato bene con la clausola che, verificatosi l'inadempimento degli obblighi contrattuali, la proprietà del bene viene ad egli trasferita. Per

discussione l'ammissibilità di tale negozio<sup>216</sup>, eccetto nei casi in cui il suo scopo occultato coincide con l'elusione di una norma imperativa, sia la macrocategoria a cui potrebbe essere ricondotto, sia la natura stessa del negozio sono ancora al centro di controversie. Riguardo la categoria di rapporti nel quale il negozio fiduciario ricadrebbe, tale istituto aderirebbe ai requisiti che configurano il collegamento negoziale, ovvero la presenza di due distinti negozi: un primo di carattere reale con piena efficacia verso terzi e un secondo, collegato al primo, di carattere obbligatorio, strutturato per integrare e "piegarne" gli effetti. In merito alla sua natura, una prospettiva inflessibile di parte di una certa dottrina (nelle fila della quale hanno militato Santoro-Passarelli<sup>217</sup>, Carresi<sup>218</sup> e Sconamiglio) vorrebbe farlo convogliare nel novero dei negozi astratti<sup>219</sup> immeritevoli di tutela, stante la non aderenza della causa manifesta del negozio rispetto a quella prevista dalla legge<sup>220</sup>. Altra dottrina (Grassetti<sup>221</sup>, Torrente<sup>222</sup>) è meno intransigente nel

---

ragioni di tutela degli altri creditori del debitore, i quali interessi non debbono subire ripercussioni dall'insorgere di una causa di prelazione non prevista per legge, il patto commissorio è espressamente vietato dal C.c. (artt. 1963, 2744).

<sup>216</sup> Per lo meno per la dottrina maggioritaria, in osservanza dell'art. 1322, comma 2 del C.c. che, come già visto, consente alle parti di configurare contratti atipici purché siano diretti al soddisfacimento di interessi meritevoli di tutela.

<sup>217</sup> Sul punto inerente alla sproporzione tra il mezzo individuato dalle parti rispetto allo scopo che intendono perseguire si osservi SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2012, p. 179. Si verifica un'eccedenza tra la situazione giuridica trasferita rispetto a quella che sarebbe stata bastevole per quella determinata situazione.

<sup>218</sup> CARRESI, *Il contratto in Tratt. Circu-Messineu*, 1987, p. 319. Questo autore analizza la funzione degli effetti che si ottengono dai due contratti virtualmente rinvenibili all'interno del negozio fiduciario: "l'uno di disposizione consistente nel conferimento di un diritto dotato di rilevanza presso i terzi e l'altro di obbligazione che spiega i suoi effetti esclusivamente nei rapporti interni fra le parti e crea nel nuovo titolare del diritto l'obbligo di esercitarlo soltanto nell'orbita della finalità determinata dal patto di fiducia".

<sup>219</sup> Negozio Astratto: si contrappone al negozio causale. Nel negozio causale la causa è elemento costitutivo e imprescindibile. Nel negozio astratto gli effetti si producono prescindendo dalla causa; tale astrattezza si sostanzia nell'irrelevanza della causa ai fini della validità dello stesso.

<sup>220</sup> L'argomento si fonda sulla deviazione dello scopo reale, ovvero il mandato di gestire ed amministrare il bene, dalla causa prevista dalla legge, ossia il trasferimento della cosa contro prezzo (art. 1470 C.c.). Ne deriverebbe assenza di causa, che a sua volta comporterebbe la nullità del contratto.

<sup>221</sup> Si veda GRASSETTI, *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1936, pp. 345 ss.

<sup>222</sup> TORRENTE, *Manuale di diritto privato*, Giuffrè, 2021, pp. 562 ss.

classificare il negozio fiduciario astenendosi dal proclamarne la nullità, limitandosi a ritenerlo un negozio atipico, comunque sottoposto alla tutela dell'art. 1322 C.c. L'atipicità risiederebbe nella *causa fiduciae*<sup>223</sup>, ossia sulla fiducia accordata dal fiduciante al fiduciario in merito al mantenere un atteggiamento leale<sup>224</sup>. Diversi autori<sup>225</sup> si sono però dissociati anche da quest'ultima prospettiva e hanno considerato il negozio fiduciario come un fenomeno metagiuridico (ossia che trascende la sfera giuridica), che si pone su un piano parallelo a quello dell'ordinamento giuridico. La fiducia rimarrebbe, dunque, un aspetto ininfluenza nel rapporto sino al punto in cui si verifica l'inadempimento. Verificatosi l'evento da scongiurare, dovrebbe trattarsi la circostanza in analogia a quanto avviene con i "rapporti di cortesia" e con il c.d. "patto tra gentiluomini" e, più in generale con i vincoli non giuridici<sup>226</sup>.

Secondo Mattei, un'impattante discrasia dei patti fiduciari disseminati nei paesi *civil law*, che invece non rappresenta una preoccupazione laddove il *Trust* è regolato internamente, è data dalla scarsa tutela assegnata al *transferor* qualora il *manager* ne disponga impropriamente. Infatti, il fiduciante può fare leva solo su un negozio da cui sorge un'obbligazione, dove il fiduciario si comporta come *agent* del fiduciante. Sebbene egli puntualizzi che, in certi paesi (Italia e Spagna) sono stati escogitati nel tempo degli stratagemmi per ovviare sia a questo problema, sia a quello della scarsa tutela all'inadempimento intrinseca nel negozio fiduciario, non fa mistero delle difficoltà

---

<sup>223</sup> *Causa Fiduciae*: rappresenta la causa dei negozi fiduciari (sarebbe più corretto parlare di "motivo" o di "scopo pratico"). È dibattuto se possa configurarsi come causa tipica del negozio, ossia se possa stare alla base di un effetto traslativo, poiché le cause attinenti ai veri negozi sono abitualmente ricondotte ai seguenti generi: *causa solvendi*, *causa donandi* e *causa credendi*.

<sup>224</sup> Va precisato che ergere il negozio fiduciario sull'esistenza di una causa unitaria si pone in conflitto con la realtà fattuale, dove questo negozio viene utilizzato per i fini più disparati: dall'elusione di prescrizioni di legge in merito ad operazioni "borderline" allo sveltimento di manovre che richiedono schemi contrattuali più complessi e farraginosi.

<sup>225</sup> Tra cui VISALLI, *Il contratto estimatorio nella problematica del negozio fiduciario*, Milano, Giuffrè, 1974.

<sup>226</sup> La forma esperibile di tutela verso la violazione di un vincolo non giuridico risiede nella tutela risarcitoria aquiliana ex art. 2043 C.c., che afferma: «qualunque fatto doloso o colposo, che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno». Impostando la materia in questo termine graverebbe l'obbligo in capo al creditore che aspira al risarcimento di dover dimostrare la presenza di un *vulnus* ad un suo interesse meritevole di tutela nonché la presenza di una violazione dolosa/colposa del vincolo non giuridico.

presenti, ad esempio, in Germania, dove il negozio fiduciario viene regolato dalle previsioni del *Commercial Code* in materia di contratti di commissione. In questo caso, per l'appunto, subentra l'ulteriore scoglio dato dalla facoltà attribuita al fiduciante il quale può avanzare pretese nei confronti del terzo cessionario<sup>227</sup>.

Nonostante la diffidenza mostrata nei confronti dell'istituto del *Trust*, il constatare di una sempre maggiore armonizzazione tra gli Stati, soprattutto sotto il profilo della regolazione degli scambi, ha sospinto i Paesi sino allora reticenti ad accelerare le misure di implementazione. Il tutto ha avuto un vero esordio, in Italia, con la ratifica della Convenzione sulla legge applicabile ai *Trusts* adottata dall'Aia<sup>228</sup> il 1° luglio del 1985. Tale ratifica fu formalizzata quattro anni dopo con l'emanazione della legge 16 ottobre 1989, n. 364, che all'art. 2 cita espressamente che «piena esecuzione è data alla convenzione di cui all'art. 1». Si ricorda che la legge di ratifica non ha recepito l'istituto del *Trust* nel nostro ordinamento, tantomeno ha integrato il quadro regolamentare previgente inserendone una disciplina<sup>229</sup>.

Nel periodo successivo, vani tentativi di disciplinare internamente l'istituto attraverso la legge ordinaria vennero intrapresi. La proposta di maggior rilievo per il campo di analisi di questa trattazione venne presentata alla Camera dei deputati il giorno 11 novembre 1999. Il Progetto di Legge N. 6547 si componeva di 10 articoli ed esordiva (art. 1) con la definizione ed il recepimento del c.d. "*Trust* di diritto italiano", il quale doveva presentare un atto costitutivo che designasse il soggetto che ricopriva il ruolo di *Trustee*. Costui non avrebbe potuto identificarsi in una persona fisica, ma si sarebbe dovuto ricercare tra le società fiduciarie (autorizzate ai sensi della legge n.1966/1939), tra le banche, tra le S.G.R., ovvero tra le imprese abilitate all'esercizio dei servizi di investimento disciplinate dal T.U.F. All'art. 2 venne ripresa una formula diffusamente adottata, tanto da divenire un *cliché* nelle previsioni normative che si trovano a dover

---

<sup>227</sup> MATTEI, *op. cit.*, p. 444.

<sup>228</sup> Tale istituzione promotrice si configura come un'organizzazione transnazionale, i cui membri, radunatisi la prima volta nel 1893, stipulano convenzioni atte a favorire la creazione di regole di diritto internazionale privato con il fine ultimo di coordinare l'azione dei singoli Stati in materie individuate, tentando di appianare le differenze che intercorrono tra i vari sistemi. La sede della conferenza è situata, chiaramente, all'Aja, terza città dei Paesi Bassi (sebbene, essendo la sede di molteplici istituzioni, svolge il ruolo tendenzialmente assegnato alle capitali).

<sup>229</sup> RESCIGNO, *Notazioni a chiusura di un seminario sul trust in Europa e diritto privato*, 1998, p. 457.

disporre una separazione patrimoniale: difatti, si recitava espressamente che i beni del *Trust* avrebbero dovuto costituire un patrimonio separato rispetto a quello del *Trustee*, non ammettendosi su di esso azioni da parte dei creditori di quest'ultimo o dei depositari eventuali; mentre con riferimento ai creditori dei beneficiari, le azioni esperibili avrebbero dovuto limitarsi ad aggredire somme rispecchianti i diritti ad essi spettanti al momento di avvio dell'azione. All'art. 10 si recavano delle modifiche alla l. n. 130/1999. In particolare, si sarebbe dovuto anettere al comma 1 dell'art. 7 di tale legge la lettera *b-bis*), che avrebbe reso il seguente effetto: «Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili: [a)]; [b)]; *b-bis*) alle cessioni ai *Trust* di diritto italiano costituiti al fine esclusivo di partecipare a singole operazioni di cartolarizzazione.

Tale progetto di legge presentato dall'On. G. Rabbito non ebbe l'esito sperato, tant'è che dopo una prima discussione in Commissione Finanze e un secondo confronto in Commissione Giustizia avvenuto l'anno seguente, non si giunse ad un esame parlamentare. Riguardo l'aspetto delle cartolarizzazioni, osservando retrospettivamente, l'esigenza di una legge che introducesse i *Trust* come strumento di segregazione patrimoniale era sicuramente più opprimente date le vedute non unanimi della dottrina circa l'assolutezza dell'indipendenza dei patrimoni facenti capo allo SPV.

Per comprendere, almeno in parte, le implicazioni del *Trust* sotto il profilo della separazione patrimoniale, è necessario esaminare l'art. 2 della Convenzione. In esso viene data una definizione dell'istituto, che recita: «[...] per *Trust* si intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il costituente – con atto tra vivi o *mortis causa* – qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un *Trustee* nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico». Il comma seguente, invece, si occupa di dettagliare le caratteristiche fondamentali del *Trust*: « a) i beni del *Trust* costituiscono una massa distinta e non fanno parte del patrimonio del *Trustee*; b) i beni del *Trust* sono intestati a nome del *Trustee* o di un'altra persona per conto del *Trustee*; c) il *Trustee* è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire o disporre beni secondo i termini del *Trust* e le norme particolari impostegli dalla legge». Viene in seguito puntualizzato che determinati diritti possono essere attribuiti al *Trustee* in qualità di beneficiario e che specifiche prerogative possono essere riposte nel costituente (c.d. *Settlor*), senza che costui si privi dell'interessa degli atti di disposizione

sulla proprietà di cui previamente godeva. In aggiunta, il *Trustee* può esigere di essere tenuto indenne dalle spese che la gestione del *Trust* impone sostenere, potendo fare richiesta di percepire ragionevole compenso per l'attività svolta.

Il fattore emergente, estrapolabile dalla lett. a), risiede nell'effetto separativo che si manifesta nello stabilire che i beni imputati al *Trust* non si confondono nel patrimonio del *Trustee*. Si tenga presente che il *settlor*, ossia il costituente, aliena dei beni/diritti ad un *Trustee* (con atto tra vivi o *mortis causa*, revocabile o irrevocabile), il quale deve amministrarli in favore di un *cestui que trust*, più comunemente detto *beneficiary*. Si rammenti che intervengono due negozi distinti: vi è un negozio istitutivo che determina l'insieme di dettami cui il *Trustee* deve attenersi per amministrare il *Trust fund* e vi è un negozio dispositivo che suggella il passaggio della proprietà dei beni. Il rapporto che lega il *Trustee* al *beneficiary* è un rapporto fiduciario, sebbene non si tratti dello stesso tipo di negozio fiduciario pocanzi esaminato e presente nei sistemi *civil law*. Il *Trustee*, a sua volta, diviene titolare di un *legal estate*, che non ha equivalenti diretti nella *civil law* (può definirsi ricorsivamente "titolo legale"), così come non vi è un diritto analogo all'*equitable interest*<sup>230</sup> (letteralmente "titolo equitativo") che, invece, fa capo al

---

<sup>230</sup> *Equitable Interest*: viene usualmente tradotto in diritto/interesse equitativo. Ha rilevanza nel mondo anglosassone poiché può essere fatto valere nelle *Court of Equity* (sebbene la distinzione tra *Court of Equity* e *Court of Law* negli U.S.A. si sia pressoché dissolta in epoca successiva al 1938, anno di emanazione della *Federal Rules of Civil Procedures*, che ha consentito alle corti di avere giurisdizione congiuntamente sia in materia di *Law* che di *Equity*), ovvero un tribunale che ha competenza in materia di *Equity* (traducibile per sommi capi in "*Natural Law*"), e consiste in un diritto su una determinata proprietà che consente a colui che lo possiede di acquisire un titolo legale sulla stessa. Tale diritto si lega indissolubilmente al bene sul quale può essere fatto valere e risulta opponibile ai terzi eccetto che agli acquirenti in buona fede non portati a conoscenza della sussistenza del diritto stesso (*Bona Fide Purchaser For Value Without Notice, BFPFVWN*) e a coloro che detengono un interesse dominante formalmente registrato. Il diritto equitativo sussiste solo qualora un soggetto diverso possieda il diritto legale: se in capo ad un singolo vigono entrambi, allora si potrà parlare solo di diritto legale integrale. Per fini chiarificatori, l'*Equity* riguarda un insieme di regole complementari rispetto a quelle rinvenibili nella *Common Law* ordinaria (che originano dalla *English Court of Chancery*), nate per prevenire che la pedissequa applicazione di determinate regole potesse dare luogo a situazioni in cui, attraverso l'escogitazione di cavillosità nelle formule espositive, venivano a crearsi distorsioni volte a piegare l'esito dell'intera causa. Le Corti di *Equity* hanno avuto un ruolo molto prominente nello sviluppo del *Trust*, giacché nell'intento di preservare la posizione giuridica del *beneficiary*, hanno innalzato il mero obbligo morale di amministrare i beni in *Trust* da parte del *Trustee* in un obbligo giuridico.

*beneficiary*. Il titolare dell'*equitable interest* è possessore dell'interesse "definitivo" nel *trust fund*, nel senso che oltre a detenere un diritto proprietario equitativo ha la facoltà di esercitare una serie di azioni individuali per assicurarsi che il *Trustee* persegua i termini impostegli all'atto di dichiarazione del *Trust*. Il patrimonio stesso che rappresenta l'oggetto dell'alienazione poggia su binari distinti rispetto a quello del *Trustee* essenzialmente per premunirsi avverso possibili azioni promosse dai creditori di costui.

La realtà del diritto spettante al beneficiario non è riscontrabile allo stesso modo in cui si può identificare questo connotato nei diritti garantiti dalla *civil law* (sebbene lo *jus sequelae*, nonché la tutela reale dei terzi, condividano alcuni aspetti con i diritti reali). L'unico diritto reale è quello di cui è portatore il *Trustee* nei confronti dei beni in *Trust*, per la ragione arguita dalla Corte di Giustizia delle Comunità Europee<sup>231</sup>, ovvero per il fatto che l'*equity* interviene a protezione del *beneficiary* e del *settlor*. Se costoro potessero vantare un diritto reale sarebbe compito della *common law* proteggerli.

Sul *Trustee* incombe l'onere di amministrare non solo il patrimonio sottostando supinamente alle regole stabilite nel negozio istitutivo del *Trust*, ma di farlo seguendo il canone del "*Prudent Man*", che trova il suo equivalente romanistico nella locuzione "Buon padre di famiglia". Inoltre, la vendita illegale ad un terzo consapevole della provenienza del patrimonio soggetto a *Trust* da parte del *Trustee* disponente si scontra con il diritto di sequela<sup>232</sup> (c.d. *tracing*<sup>233</sup>) esercitabile dal *beneficiary* (verso il quale la

---

<sup>231</sup> Corte di Giustizia delle Comunità Europee, 17 maggio 1994 (in causa C-294-92).

<sup>232</sup> Diritto di sequela: è un istituto giuridico collegato ai diritti reali. Consente la sottoposizione del bene ad esecuzione forzata anche se acquisito da un terzo. Nell'ordinamento italiano è tipicamente collegato all'ipoteca (art. 2812 C.c.). Lo *jus sequelae* consente al creditore ipotecario di esercitare la propria pretesa anche se il bene sottoposto ad ipoteca è stato alienato o è stato dato in garanzia ad altri creditori; l'opponibilità si traduce nell'autorità data a costui di farsi pagare con preferenza rispetto a ciascun altro.

<sup>233</sup> Sebbene trovi il suo equivalente funzionale nel diritto di sequela, il *Tracing* rappresenta una *Proprietary Action*, ovvero è un'azione che si "attacca" alla proprietà, e può sostanziarsi nell'obbligo di costituzione di un c.d. *Constructive Trust*, contrariamente ai *Personal Remedies* che tipicamente si estrinsecano nell'intimazione da parte di una corte di giustizia nei confronti del *Trustee* affinché egli indennizzi il beneficiario del danno arrecatogli. Talvolta, specificamente in caso di bancarotta del *Trustee*, si ritiene sconveniente intentare causa contro costui, concorrendo nell'azione con gli altri creditori, perciò un *Proprietary Remedy* può risultare più fattivo in virtù del fatto che permette di estromettere la proprietà vantata dal patrimonio complessivo che verrà aggredito dall'insieme di creditori.

vendita è inefficace) nei confronti dell'autore del misfatto<sup>234</sup>, che talvolta può scontrarsi con le divergenze che sussistono in capo alle prassi di diversi Paesi. Infatti, un punto di non concordanza tra il *Trust* anglosassone e il modello recepito in paesi di matrice *civil law* giace proprio sulla protezione non tanto dell'avente causa in buona fede del *Trustee* (c.d. "*Bona Fide Purchaser Without Notice*"), quanto del beneficiario che vede sottrarsi la proprietà su cui detiene un interesse tutelato, dato che, limitando l'indagine all'Italia, si sono dovuti trovare espedienti di diritto interno per traslare quivi la tecnica del *tracing* senza creare evidenti distorsioni. Questa necessità proviene dal recepimento stesso della Convenzione, che all'art. 11, secondo paragrafo, lett. *d*) cita che qualora venga riconosciuto un *Trust* sottoposto ad una determinata legge regolatrice, tale riconoscimento comporta «che la rivendicazione dei beni del *Trust* sia permessa qualora il *Trustee*, in violazione degli obblighi derivanti dal *Trust*, abbia confuso i beni del *Trust* con i suoi e gli obblighi di un terzo possessore dei beni del *Trust* rimangono soggetti alla legge fissata dalle regole di conflitto del foro». Nonostante vi siano una moltitudine di orientamenti che tentano di districare la materia, il rimedio si basa tipicamente sull'esperimento di azioni reipersecutorie<sup>235</sup> nei confronti del *Trustee*, che possono sostanziarsi<sup>236</sup>: a) nell'annullamento dell'atto dispositivo adottato dal *Trustee* in violazione dell'art. 1394 C.c. in materia di conflitto di interessi<sup>237</sup>; b) nell'intraprendere l'azione aquiliana *ex art.* 2058 C.c.<sup>238</sup> nei confronti del terzo acquirente del *Trustee* che abbia agito con dolo o colpa, con contestuale promozione dell'azione revocatoria nei confronti dell'atto dispositivo attuato dal *Trustee*.

---

<sup>234</sup> LUMINOSO, *Contratto fiduciario, Trust e atti di destinazione ex art. 2645-ter C.c.* in *Riv. Notariato*, fascicolo 5, 2008, p. 995.

<sup>235</sup> Azioni Reipersecutorie: sono azioni risarcitorie provenienti dal diritto romano non destinate ad assolvere ad uno scopo punitivo nei confronti dell'autore dell'illecito, bensì a rivalere il soggetto danneggiato dalla lesione arrecatagli al bene leso.

<sup>236</sup> MURITANO, *Il c.d. Trust interno prima e dopo l'art. 2065-ter C.c.* in *I quaderni della fondazione italiana del notariato (e-library)*, 2006.

<sup>237</sup> Art. 1394 C.c.: «il contratto concluso dal rappresentante in conflitto di interessi col rappresentato può essere annullato su domanda del rappresentato, se il conflitto era conosciuto o riconoscibile dal terzo».

<sup>238</sup> Art. 2058 C.c., comma 1: «il danneggiato può chiedere la reintegrazione in forma specifica, qualora sia in tutto o in parte possibile».



L'esperienza anglosassone, sul punto insegna che, mentre gli interessi del terzo acquirente inconsapevole vengono tutelati dall'ordinamento, che li lascia inalterati, nel caso di transazioni ingannevoli, ove compaia la complicità del terzo acquirente, può costituirsi il c.d. "*constructive Trust*", ossia un *Trust* dove la titolarità del bene rimane attribuita al beneficiario, mentre l'amministrazione viene affidata al terzo acquirente in qualità di *Trustee*<sup>239</sup>.

L'art. 4 della Convenzione afferma che la stessa non si applica a questioni inerenti ai rapporti giuridici sulla base dei quali vengono disposti i trasferimenti delle proprietà al *Trustee*, lasciando interamente al diritto internazionale privato lo sviluppo di una normazione sulla materia.

Un aspetto determinante per la comprensione del *Trust* riguarda la legge applicabile per regolarne i rapporti che intercorrono tra i vari attori. L'art. 6 della convenzione afferma che «il *Trust* è regolato dalla legge scelta dal costituente [...]». L'art. 7 prosegue disciplinando l'ipotesi in cui non viene esplicitamente espressa alcuna preferenza all'atto della costituzione (o non si desume dalle «disposizioni dell'atto che costituisce il *Trust*»): in tal caso il *Trust* viene regolato dalla legge più affine, ossia quella con cui ha più stretti legami. È tuttora oggetto di dibattito se il *Trust* c.d. "interno"<sup>240</sup> sia contemplato dalla Convenzione dell'Aia. È sicuramente presente una corrente minoritaria<sup>241</sup> che professa la riconoscibilità del solo "*Trust* straniero", in quanto dotato di elementi di internazionalità ulteriori rispetto alla sola legge applicabile. Esso si contrappone alla dottrina dominante<sup>242</sup> che, invece, fonda il proprio argomento sulla libertà, assegnata dalla Convenzione al costituente (dall'art. 6), di poter disporre di

---

<sup>239</sup> LUPOI, *Introduzione ai Trust. Diritto inglese, convenzione dell'Aja, diritto italiano*, Giuffrè, Milano, 1994, p. 17-18.

<sup>240</sup> *Trust* Interno: trattasi del *Trust* in cui tutti gli elementi soggettivi e obbiettivi fanno perno sull'ordinamento italiano (costituente italiano, beneficiario italiano, *Trustee* residente in Italia, amministrazione dei beni svolta nel territorio nazionale su beni situati in Italia), eccetto che per la legge applicabile.

<sup>241</sup> Sul punto si vedano CONTALDI, *Il Trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano, Giuffrè, 2001, p. 123 ss; GAZZONI, *In Italia tutto è permesso, anche quel che è vietato (lettera aperta a Maurizio Lupoi sul Trust e su altre battaglie in Riv. Not., 2001, p. 1247.*

<sup>242</sup> Per esaminare gli argomenti più frequentemente addotti si analizzino LUPOI, *Trust*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 533; BARTOLI, *Il Trust*, Giuffrè, 2001, p. 597 ss.

qualsiasi legge che riconosca il *Trust* avente le caratteristiche elencate all'art. 2, stante l'ulteriore assenza di esplicite disposizioni che prevengano l'insorgere di fattispecie che presentano quale unico elemento di estraneità la legge applicabile. D'altronde la scelta della legge straniera che si accompagna all'ubicazione italiana di tutti i fattori rimanenti pone una questione di necessità, più che di arbitrarietà, giacché in mancanza di una legge italiana che regolamenti la fattispecie non sarebbe possibile costituire diversamente un "*Trust Italiano*"<sup>243</sup>.

Il *Trust* sicuramente presenta diversi punti di contatto con il negozio fiduciario esaminato in precedenza. Il principale elemento di analogia risiede nella *causa fiduciae*<sup>244</sup>, che però porta con sé degli effetti diversi da quelli che prendono avvio dal *Trust*. Infatti, nel negozio fiduciario il fiduciante compie un'assegnazione della proprietà senza fattori attenuanti, comportante l'insorgere di meri effetti obbligatori gravanti sul fiduciario, che può, in violazione del patto fiduciario, alienare il bene a terzi senza che costoro debbano risponderne dinnanzi al fiduciante (la cui tutela può dirsi parziale, non essendo la sua posizione giuridica sul bene opponibile a terzi). Di converso, nel *Trust* il beneficiario è salvaguardato dalla possibilità di esercitare diritto di sequela nei confronti del terzo acquirente che lo abbia acquistato dal *Trustee* sleale. Inoltre, nel *Trust* si verifica l'effetto segregativo consistente nell'assenza di confusione tra il patrimonio del *Trustee* e quello a lui imputato dal *settlor*<sup>245</sup>.

#### **4. Impiego del *Trust* per la realizzazione di un'operazione di *securitization*.**

Nel capitolo introduttivo di questa trattazione si è già parlato di come la Francia abbia adottato la c.d. *Titrisation*, ossia il metodo francese di intendere la cartolarizzazione, imperniando l'operazione nei poteri attribuiti dalla legge al *Fonds commun des créances*, organismo omologo allo SPV di diritto italiano, che si dirama a sua volta in *société de gestion* e *dépositaire*, espletanti rispettivamente la gestione del/dei

---

<sup>243</sup> PARDOLESI, *op. cit.*, p. 102.

<sup>244</sup> CASTRONOVO, *Trust e diritto civile italiano* in *Vita Not.*, 1998, p. 1336.

<sup>245</sup> LUMINOSO, *op. cit.*, p. 997.

fondo/fondi e la ricezione della documentazione rappresentativa dei crediti. Tale assetto che è venuto creandosi pare sia in parte un'implicazione della mancata ratifica della Convenzione dell'Aia e in parte di un sistema di tradizione romanistica tipicamente ostile a mantenere un approccio compiacente nei confronti di istituti non domestici<sup>246</sup>, non ancora emancipatosi dall'assenza di uno strumento giuridico così importante (essendo svaniti i progetti di implementazione del *Trust* interno tramite *fiducie*<sup>247</sup>). Il sistema, che condivide gli aspetti cardinali con quelli adottati da Belgio e Spagna, nella sua istituzione dei fondi chiusi di credito si è comunque ispirato fortemente al *Trust*, tant'è che viene considerato da Lupoi una traduzione del *Trust* attuata in termini civilistici<sup>248</sup>.

Susseguentemente al recepimento della convenzione da parte dell'Italia vi fu la pubblicazione di uno studio condotto dall'Associazione Bancaria Italiana (A.B.I.), datato dicembre 1996, nel quale venivano esposti i principali utilizzi in campo bancario/finanziario dell'istituto di nuova introduzione. In particolare, veniva fatto riferimento alle operazioni di emissione obbligazionarie, alle operazioni di *project finance*, al rilascio del *trust receipt* nel contesto del credito documentario e, infine, alle cartolarizzazioni<sup>249</sup>. Preliminarmente all'avvio dell'operazione di *securitization* era richiesto un accertamento dei poteri assegnati al *Trustee* contenuti nell'atto istitutivo; in seguito, l'A.B.I. consentiva al *Trustee* di accendere un conto a suo nome, o alternativamente a nome del *Trust*, per rendere efficace la separazione patrimoniale. Il *Trust* assumeva il ruolo della società veicolo che ambiva a realizzare uno schema *Pass Through*, ove i beneficiari divenivano titolari *pro-quota* dei crediti ceduti<sup>250</sup>

---

<sup>246</sup> Sul punto si veda l'analisi di MEGLIANI, *Profili internazionali delle operazioni di securitization* in *Dir. Comm. Internaz.*, fasc. 1, 2000, p. 147.

<sup>247</sup> DENEUVILLE, *Le droit français et le trust*, p. 421-430.

<sup>248</sup> LUPOI, *Trusts*, Giuffrè, Milano, 1997, p. 525.

<sup>249</sup> *Il Trust nell'operatività delle banche italiane* in *Trust e rapporti bancari*, A.B.I., 1996, pp. 100-101.

<sup>250</sup> L'A.B.I. stesso cita FRIGNANI, *La securitization come strumento di smobilizzo di crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)* in *Foro.it*, 1995, pp. 294-301. Compiendo un'indagine di diritto comparato volta a estrapolare le principali peculiarità dei sistemi adottati in Europa continentale ed oltremarina, nell'espone come traslare l'operazione nel contesto italiano, l'A.B.I. trascura implicazioni rilevanti con il diritto che non ha ancora recepito il *Trust* con norme interne.

In Italia, con la legge n. 130/1999, il “flusso giuridico<sup>251</sup>” proveniente da oltreoceano ha cambiato il paradigma dell’unità del patrimonio, ma se è vero che abitualmente la separazione patrimoniale la si identifica con il *Trust* non è altrettanto vero l’opposto. La genesi di un *Trust* non si esprime, infatti, con il solo effetto segregativo, ma porta con sé diversi *fiduciary duties* gravanti sul *Trustee* ad utilità del *beneficiary*. Inoltre, si instaura una connessione giuridica tra l’obbligazione intercorrente fra costoro e i diritti oggetto del *Trust*, che si palesa nell’estinzione dell’una all’estinguersi degli altri<sup>252</sup>. In soldoni, con la legge sulla cartolarizzazione si è importato in Italia un *Trust* manchevole, nel quale è presente la segregazione ma è assente tutta la disciplina di corredo.

Conformarsi solo parzialmente ad un sistema già collaudato, sebbene giustificato dall’impossibilità di innestare un fenomeno negoziale in un contesto giuridico incompatibile, ha non solo comportato la necessità di creare tipi negoziali da adeguare alla struttura dell’emissione, ma ha inoltre richiesto di ridefinire il rapporto intercorrente tra gestore (SPV) ed investitore in modo da ricreare una replica della relazione operante tra *Trust* e beneficiario, tant’è che, compiutasi la separazione patrimoniale anche senza ausilio del *Trust*, esso è stato soppiantato anche negli effetti ancillari da previsioni contrattuali<sup>253</sup>.

Ciò che, almeno nella teoria, rende il *Trust* molto appetibile a determinati operatori come centro di stoccaggio dei crediti risiede nell’effetto marcatamente segregativo del patrimonio imputatogli, poiché non solo si manifesta un’estromissione di parte dei crediti dal patrimonio dell’istituto ma si rende inespugnabile il fondo stesso, sia da parte dei creditori del *settlor* (il cedente) qualora i diritti siano emersi dopo l’avvenuto trasferimento<sup>254</sup>, sia da parte dei creditori dei *beneficiary* che possiedono un diritto di credito non ancora esercitabile nei riguardi del *Trustee*, sia da parte dei creditori del

---

<sup>251</sup> Secondo LUPOI (*Sistemi giuridici comparati*, Edizioni scientifiche italiane, Genova, 2000), il “flusso giuridico” è «un qualsiasi dato dell’esperienza giuridica il quale, proprio di un ordinamento, sia percepito in un altro e qui introduca un elemento di squilibrio».

<sup>252</sup> VICARI, *Cartolarizzazione dei Crediti e Credit Linked Notes in Trusts e attività fiduciarie*, 2000, p. 534.

<sup>253</sup> Sempre VICARI, *op. cit.*, p. 535.

<sup>254</sup> Salvo che i creditori stessi non succedano nell’esperire l’azione revocatoria sulla base di una dolosa preordinazione dell’atto di sottrazione della garanzia patrimoniale esercitato dal debitore per sabotare il soddisfacimento del credito; oltre che a dimostrare l’*eventus damni*.

*Trustee*, data l'assenza di confusione dei crediti assegnategli in gestione con il suo patrimonio personale<sup>255</sup>.

Il vantaggio precipuo nella fruizione del *Trust* per la costruzione dell'operazione lo si trova "a valle" dell'intera filiera. L'*originator* dapprima cede un pacchetto di crediti (*receivables*) ad una società veicolo (SPV), che in qualità di entità giuridica a scarsa capitalizzazione e ad oggetto sociale esclusivo si limita a segregare i crediti ed emettere titoli. Gli amministratori della società veicolo, nel completamento del processo di emissione si premurano di cedere i *legal rights* dei crediti al *Trustee* di un *Trust*, che viene perciò gravato dall'onere di corrispondere ai *bondholders* sia la quota interessi (con cadenza prestabilita) sia la quota capitale, o *Trust fund* (a scadenza)<sup>256</sup>. Il *Trust* può procedere direttamente all'emissione di *bonds* funzionali al finanziamento della cessione dei *receivables*, che saranno piazzati nel mercato dei capitali. Il *Trustee*, dal canto suo, eroga le somme pervenutegli dal *servicer* in seguito alla riscossione dei crediti dai debitori ceduti ai *noteholders* (in base al contenuto del *Trust deed*<sup>257</sup>), che sono titolari di un diritto equitativo sui crediti usati come *collateral*.

L'effettuazione, in paesi a tradizione giuridica romanistica, di un'operazione di *securitization* che rispecchi tutti i crismi per renderla conforme al modello anglosassone non è quasi mai fattibile, a meno che non si proceda alla frantumazione dell'operazione stessa in modo da rendere dispiegabile l'efficacia di un *Trust Off-shore*.

La superiorità concettuale recata dall'impiego del *Trust* prende avvio dalla constatazione che il "flusso giuridico" acquisito è spurio; e per sopperire alle manchevolezze di una traduzione approssimativa del modello anglosassone, che vede nei

---

<sup>255</sup> Sulle sfere di inattaccabilità dei patrimoni dei vari attori partecipanti nel *Trust*, si veda PARDOLESI, *op. cit.*, p. 97.

<sup>256</sup> Sempre MEGLIANI, *op. cit.*, p. 145.

<sup>257</sup> *Trust Deed*: è un documento utilizzato tipicamente in transazioni che coinvolgono unità immobiliari laddove interviene un mutuo, contratto dalla controparte compratrice. Il fine è quello di assegnare un *security interest* al creditore in modo che questo possa rivalersi sul bene in caso di debitore inadempiente. Con tale documento il contraente e la società erogatrice del finanziamento si accordano per far sì che il titolo legale della proprietà sia affidato in *Trust* ad un'entità indipendente e neutrale sino alla data di estinzione del prestito. Al *borrower* viene naturalmente assegnato l'*equitable interest* sul bene.

titoli emessi dallo SPV italiano dei surrogati di *Credit Linked Notes*<sup>258</sup>, sarebbe necessario fruire di un *Trust* istituito sul portafoglio crediti. La funzione del *Trust* non si individuerrebbe nella segregazione del portafoglio crediti ma nell'emissione di un certificato che connette il rischio di credito del portafoglio con le somme erogate a favore dei clienti. Mentre il *Trustee* riceve le somme per finanziare l'operazione, i beneficiari godono di diritti equitativi nei confronti del *Trust* stesso, potendo al contempo vantare garanzie supplementari rispetto a quelle fornite dal sistema tradizionale volte a mitigare l'ingerenza dell'ente gestore. Vicari<sup>259</sup> sottolinea che, nell'eventualità che l'ente generatore (*originator*) ravveda un *mismatch* tra quanto profetizzato in termini di incassi dai debitori ceduti e quanto si appresta ad essere incassato, esso potrebbe avere un incentivo a sollecitare una fusione con l'ente gestore, dimodoché possa appropriarsi di quanto più utile inatteso possibile. Con l'ausilio del *Trust*, anche in seguito all'ingerenza esercitata dal cedente, il fatto che i beneficiari non siano portatori di un mero diritto di credito consente loro di sottrarre il patrimonio separato dalle pretese dei creditori chirografari della società inglobante. Infatti, le tecniche di *following* e *tracing* sono *proprietary remedies* che si legano alla proprietà trascurando i passaggi di intestazione che i beni hanno avuto.

---

<sup>258</sup> Con il difetto, paventato soprattutto nelle fasi primordiali, di non riuscire a catalogare il titolo frutto della cartolarizzazione; anche dalla prospettiva degli acquirenti per l'annotazione in bilancio.

<sup>259</sup> VICARI, *op. cit.*, p. 543.

**CAPITOLO V.**

**INTERVENTI MODIFICATIVI E INTEGRATIVI APPORTATI  
ALLA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI DI  
CARTOLARIZZAZIONE IN ITALIA**

Al momento della redazione della l. n. 130/1999, lo *Special Purpose Vehicle* veniva individuato come un mero veicolo societario che si frapponeva fra il cedente e l'investitore per l'effettuazione della separazione patrimoniale, non potendosi disporre di un *Trust* interno per attuare ciò. Specialmente l'attività di gestione dell'operazione era assegnata ad un intermediario finanziario o ad una banca che fossero iscritti nell'elenco previsto dall'art. 106 T.U.B., e si risolveva nel monitoraggio dell'efficienza del processo di recupero e nella valutazione della correttezza delle somme erogate a favore degli investitori, dovendo quest'ente integrare l'attività suddetta con una supervisione dei comportamenti scorretti eventualmente perpetrati a danni dei portatori dei titoli. Con questa premessa si intende sottolineare come l'attività decisionale dello SPV era circoscritta non solo dall'oggetto sociale esclusivo, ma anche dall'affidamento a terzi di tutta una serie di attività che, depurate dall'ambito nel quale erano inserite, altrimenti sarebbero state compatibili con l'impresa stessa. Si pensi all'impossibilità di disporre delle somme eccedenti l'ammontare da retrocedere agli investitori, che può essere derogata solo al verificarsi di condizioni specifiche, o alla preclusione (derogabile anch'essa al ricorrere di condizioni specifiche) di cedere anticipatamente i crediti acquisiti. La vocazione puramente strumentale della società rispetto alle aspirazioni degli *arrangers* è però mutata nel tempo, tanto da far sì che lo SPV conglobasse al suo interno diverse funzioni che ne hanno esteso il raggio d'azione<sup>260</sup>, tanto da renderlo per alcuni versi assimilabile ad un O.I.C.R.

---

<sup>260</sup> Per un esame delle principali rivoluzioni in campo di *securitization* in Italia si veda RESTELLI, *Le frontiere mobili della cartolarizzazione* in *Banca borsa titoli di credito*, fasc. 6, 2020, p. 297.

## 1. Decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, c.d. “Destinazione Italia”.

Una prima alterazione considerevole della l. n. 130/1999 rispetto alla formulazione iniziale si è avuta con l’approdo del decreto-legge c.d. “Destinazione Italia”, ossia il D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, recante *inter alia* “Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa”, che all’art. 12 elenca una serie di modificazioni alla legge sulla cartolarizzazione che in questa sede saranno oggetto di un succinto *excursus*.

Alla lett. a) del comma 1 dell’art. 12 del decreto in esame si annette al comma 1 dell’art. 1 della legge n. 130/1999 il comma 1-*bis* che estende l’ambito applicativo della legge stessa alle operazioni di cartolarizzazione «realizzate mediante la sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni e titoli similari, ovvero cambiali finanziarie [...]» (con l’eccezione di titoli ibridi, partecipativi e convertibili). Se si prende a riferimento la relazione illustrativa al decreto “Destinazione Italia” si possono indagare le intenzioni che hanno spronato il legislatore a promuovere le modificazioni. Al punto che tratta l’art. 12 si afferma che tale intervento sarebbe indirizzato a far sorgere dei «nuovi veicoli d’investimento operanti come sottoscrittori dei suddetti strumenti finanziari»; con ciò si andrebbe ad ampliare il bacino di operatori che investono in titoli obbligazionari, predisponendo anche un’impalcatura a sostegno della diffusione dei c.d. *minibond*.

Alla lett. b) del comma 1 del decreto vi è la norma che immette il comma 4-*bis* di seguito al quarto comma dell’art 2 della legge sulla cartolarizzazione. Esso stabilisce che «nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano destinati ad investitori qualificati [ai sensi del T.U.F.], i titoli possono essere sottoscritti anche da un unico investitore». Tale norma, stando sempre alla relazione, intende recepire le consuetudini e l’esperienza del mercato imponendo di non discriminare gli operatori coinvolti in operazioni in cui la controparte acquirente è una singola entità (purché qualificata), omologando queste operazioni a quelle tradizionali senza che sia necessario riquificarle.

Decisamente significativo è il dettato della lett. c) del comma 1 dell’art 12 del decreto, il quale introduce i commi 2-*bis* e 2-*ter* all’art. 3 della l. n. 130/1999. Il comma 2-*bis* afferma che la società cessionaria o l’emittente possono aprire dei conti correnti segregati presso la banca depositaria o presso il *servicer* per l’accredito delle somme



corrisposte loro dai debitori ceduti e delle somme provenienti delle operazioni accessorie condotte nell'ambito di ciascuna operazione di *securitization*. In aggiunta, oltre che a prescrivere che le somme accreditate sui conti costituiscano patrimonio separato sia da quello del depositario sia da quello degli altri depositanti, tale comma scherma le somme oggetto di separazione dalle pretese che non pervengono dai portatori dei titoli, prevenendo la distrazione a fini estranei a quelli non consentiti di tali somme ad opera del depositario vincolandone la destinazione al soddisfacimento dei crediti vantati dai titolari di ABS e al sovvenzionamento dei costi dell'operazione. Ulteriore garanzia la si estrapola dalla successiva previsione, la quale isola le somme depositate dal patrimonio del depositario qualora questo venga sottoposto a procedure concorsuali / accordi di ristrutturazione, che dovranno essere riaccreditate a favore del soggetto per la quale era stato disposto l'incasso. In quest'ultima disposizione risiede il punto nodale del comma, sia perché da solo costituisce il pretesto dell'inserimento delle due previsioni che la precedono, sia perché il pretesto stesso lo si ritrova nel desiderio del legislatore di omologarsi alle discipline di quei Paesi (es. Francia) ove l'estensione della protezione dalle procedura concorsuali coinvolge anche gli enti presso i quali si accende il conto di deposito, giacché in quei Paesi non sussiste quest'ulteriore ostacolo all'ingresso di potenziali investitori e *arregers* particolarmente avveduti. Il comma *2-ter* asserisce che, a loro volta, i *servicer* possono aprire presso banche dei conti correnti ospitanti le somme da loro incassate, i quali sono inespugnabili fino a concorrenza dell'ammontare che il *servicer* è tenuto a corrispondere all'emittente o al cessionario. Attraverso questa deregolamentazione si consente alle banche di detenere liquidità proveniente dalle operazioni di cartolarizzazione, evenienza che in epoca anteriore non era contemplata. Va puntualizzato che, sebbene la legge consenta allo SPV di aprire un conto presso un *servicer* e a quest'ultimo di aprire un conto presso una banca, la stessa legge non chiarisce se è ammesso che lo SPV apra direttamente un conto presso una banca depositaria che non coincida col *servicer*.

Senza addentrarsi eccessivamente nello specifico, con la lett. *d)* dell'art. 12 del decreto si introducono novità in ambito di cessione dei crediti d'impresa. In generale, si prevede che alle cessioni di crediti d'impresa effettuate all'interno di operazioni di cartolarizzazione si possano applicare le formalità previste dalla legge sul *factoring* (l. n.

52/1991) in termini di opponibilità nei confronti dei terzi<sup>261</sup>, venendo inoltre meno la necessità che le cessioni stesse vengano effettuate in blocco. Tale modifica arreca una semplificazione notevole per la pianificazione delle operazioni di cessione di crediti commerciali, in virtù del fatto che queste di norma – per esigenze ovvie – tendono ad essere frammentate e distribuite a breve distanze temporali le une dalle altre. La semplificazione si rende manifesta nello snellimento dei costi sostenuti dal momento che viene meno la richiesta della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale per ciascuna cessione, consentendo altresì di aversi operazioni dimensionalmente più contenute (il che, in linea teoria, dovrebbe avere riverbero in contesti di PMI, per liberare risorse liquide agevolando un minor ricorso al credito tradizionale). Ulteriore novità apportata dal decreto alla lett. *d*) inerisce l'impossibilità, rimarcata formalmente, per i debitori ceduti di esercitare la compensazione dei debiti, detenuti dallo SPV, con crediti vantati nei confronti del cedente e sorti in data posteriore rispetto alla data di pubblicazione in G.U. o alla data di avvenuto pagamento (in caso di crediti commerciali), riaffermando il principio contenuto nell'art. 1248 C.c al fine di efficientare ulteriormente le operazioni di *securitization*. Sempre alla lett. *d*) viene introdotta la deroga dall'applicazione dell'art. 65 della Legge Fallimentare ai pagamenti effettuati dai debitori, già ampiamente trattata nel capitolo concernente le revocatorie<sup>262</sup>.

Tralasciando considerazioni sull'inserimento della disposizione che equipara la cessione di crediti verso la pubblica amministrazione a quella intercorrente tra privati, si giunge alla norma apportate dalla lett. *e*) del comma 1 dell'art 12 del decreto, ossia il comma *2-bis*, posto al seguito del comma 2 dell'art. 5 della l. n. 130/1999. In tale comma si afferma che i titoli emessi nell'ambito delle operazioni descritte dall'art. 1, comma 1-

---

<sup>261</sup> Opponibilità della cessione che, stando al comma primo dell'art. 5 della l. 21 febbraio 1991, n. 52, decorre a partire dalla data di versamento di parte o di tutto il corrispettivo pattuito. Il comma secondo specifica che, in alternativa a quanto appena illustrato, la cessione può essere resa opponibile ai terzi nei modi prescritti dal Codice civile.

<sup>262</sup> Per richiamare concisamente le implicazioni di tale deroga, si rende inapplicabile la norma che dispone che i pagamenti effettuati dai debitori ceduti nei due anni anteriori alla dichiarazione del loro fallimento si ritengono inefficaci allorché i debiti da loro saldati avessero scadenza coincidente con la data di fallimento o scadenza successiva.

*bis*<sup>263</sup> della legge sulla cartolarizzazione sono ammessi come attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione. Con tale norma il legislatore intende incentivare le imprese di assicurazione ad investire in titoli che abbiano come collaterale delle obbligazioni / cambiali finanziarie, anche se non sono ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, e anche se privi di *rating*, nonostante demandi alla normativa secondaria disciplinare i limiti di investimento nei suddetti prodotti in modo da preservare la sana e prudente gestione degli istituti.

Nella lett. *f*) dell'art. 12 del decreto si trovano due norme, contenute nei commi 2-*bis* e 2-*ter* da porporre all'art. 7 della legge sulla cartolarizzazione, le quali, rispettivamente, dispongono che in caso di cessione dei crediti operata nei confronti di un fondo comune d'investimento il ruolo di *servicer* può essere ricoperto dalla S.G.R. che gestisce il fondo e che la norma che consente all'impresa di assicurazione di utilizzare titoli ABS, emessi in operazioni di cartolarizzazione con collaterali rappresentati da obbligazioni o cambiali finanziarie, come strumenti a copertura delle riserve tecniche (art. 5, comma 2-*bis*) è applicabile anche in tale mutato contesto, ovvero qualora gli attivi a copertura di tali riserve siano rappresentati da quote di fondo comune. Con la prima disposizione, come specificato nella relazione illustrativa al decreto, è possibile che l'operazione rimanga vigilata dalla Banca d'Italia senza che i costi derivanti dall'esternalizzazione della funzione di *servicer* ad un istituto esterno impattino la profittabilità dell'operazione. La seconda disposizione, invece, ha come obiettivo quello di incentivare le imprese di assicurazione all'investimento in determinati prodotti, contribuendo ad ampliarne il mercato, al pari di quanto già previsto per i titoli ABS strutturati su cessione di obbligazioni o cambiali finanziarie.

Tra i vari ammodernamenti arrecati dal decreto "Destinazione Italia" va fatta menzione dell'art. 7-*quater*, inserito nella l. n. 130/1999 dalla lett. *h*) del comma 1 dell'art. 12 del decreto. Con esso si introduce la possibilità che un insieme di attivi creditizi non già arruolati dall'art. 7-*bis* della legge sulla cartolarizzazione (obbligazioni,

---

<sup>263</sup> L'art. 1, comma 1-*bis* tratta le «operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli similari ovvero cambiali finanziarie [...] da parte della società di cartolarizzazione».

cambiali finanziarie, crediti concessi a PMI, crediti derivanti da *leasing* e *factoring* ecc.) possano porsi a garanzia di Obbligazioni Bancarie Collateralizzate<sup>264</sup>.

## **2. *Action Plan Package*, proposta di regolamento del 30 settembre 2015 per la cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (STS) e *Securitization Framework* del 2019.**

Con ricadute in tema di cartolarizzazioni, nel tentativo più ampio di definire un'unione del mercato dei capitali (c.d. *Capital Market Union*) come prosieguo naturale della già approvata unione bancaria (c.d. *European Banking Union*), l'Unione Europea ha dato vita nel settembre del 2015 all'*Action Plan Package*<sup>265</sup>, prefissandosi con esso una serie di propositi. Se ne elencano alcuni<sup>266</sup>: a) rimuovere le barriere all'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI (in posizione di netto svantaggio rispetto alle grandi imprese) e per i progetti infrastrutturali; b) creazione di una *Capital Market Union* che permetta l'abolizione degli impedimenti agli investimenti comunitari e una contestuale riduzione del costo di approvvigionamento degli stessi; c) diversificazione delle fonti di finanziamento alle imprese; d) irrobustimento della competitività dell'eurozona nel contesto globale.

Nell'avviare concretamente l'*Action Plan Package*, la Commissione Europea ha dato corso, il 30 settembre 2015, a due proposte di regolamento delle cartolarizzazioni, una concernente la modifica del regolamento sui requisiti patrimoniali e una riguardante un nuovo modello di cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (in sigla,

---

<sup>264</sup> Obbligazioni Bancarie Collateralizzate (O.B.C.): è un termine coniato in seguito all'introduzione dello stesso art. 7-*quater*, il quale ha contribuito a far sì che si creasse questa nuova categoria di obbligazioni bancarie garantite, la cui garanzia è costituita da un debito sottostante individuabile tra quelli precisati dalla legge stessa. Esse si distinguono dalle Obbligazioni Bancarie Garantite (art. 7-*bis*, l. n. 130/1999) essenzialmente per la diversa categoria di sottostanti ammessi a garanzia. Sono entrambe obbligazioni non soggette a *bail-in*, data la natura garantita che le connota.

<sup>265</sup> In seguito alla pubblicazione del "Libro Verde" intitolato "*Building a Capital Market Union*" è stata tenuta una consultazione pubblica terminata nell'emanazione di un *Action Plan*.

<sup>266</sup> Sul punto si esaminano SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale in Banca Borsa Titoli di credito*, fasc. 4, p. 482.

STS). La proposta della Commissione è volta<sup>267</sup>: ad ossigenare i bilanci degli istituti di credito; a distribuire maggiormente i rischi, attribuendoli agli attori cui spettano; rendere più florido il mercato degli ABS in Europa, potendo essi godere di rischi comparativamente inferiori agli omologhi statunitensi; diffondere la logica della trasparenza nei confronti degli investitori; in ultima, eliminare i rischi connessi al possibile riaffermarsi del modello *originate to distribute*. Nel testo della proposta, si evince inoltre come la Commissione stessa si auspichi di porre rimedio «all'alea insita in pratiche di cartolarizzazione molto complesse, opache e rischiose<sup>268</sup>».

La proposta di regolamento fornisce innanzitutto una definizione di cartolarizzazione<sup>269</sup> (art. 2, n. 1): «l'operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o ad un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti aventi le seguenti due caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o dello schema dipendono dalla performance delle esposizioni o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema». Sulla base di questa definizione è possibile circoscrivere l'ambito applicativo delle disposizioni contenute nella proposta, le quali, all'atto pratico intendono: a) identificare le cartolarizzazioni STS; b) assegnare responsabilità di *due diligence*<sup>270</sup> agli investitori istituzionali che desiderano fruire dei prodotti emessi a fronte di un'operazione di *securitization*; c) emendare e integrare le norme sulla vigilanza (incentivando lo scambio di informazioni tra autorità di vigilanza nazionali) e articolare un sistema sanzionatorio.

Affinché una cartolarizzazione possa ritenersi STS è necessario che essa assolvere i requisiti dettati dagli artt. 8, 9 e 10. In realtà vi sarebbero requisiti differenti a seconda

---

<sup>267</sup> Sul punto si veda GUERRIERI, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni in Banca Borsa Titoli di credito*, fasc. 4, 2017, p. 476.

<sup>268</sup> Il testo stesso precisa (p. 4, par. 1) che l'intento non è di demolire l'assetto regolamentare dei singoli in materia di cartolarizzazione, bensì fornire parametri identificativi che consentano di discernere i prodotti STS.

<sup>269</sup> Si tenga presente che per cartolarizzazione tradizionale si intende quella che presuppone una cessione di crediti; mentre per cartolarizzazione sintetica s'intende quella attuata in assenza di cessione.

<sup>270</sup> Le norme inerenti alla *due diligence* per gli investitori qualificati sono specificate all'art. 3 della proposta, che abolisce quelle stabilite dal CRR, dall'atto delegato sulla solvibilità II e dal Regolamento UE n. 231/2013 (Commissione UE) e le soppianta con una norma valida *erga omnes*.

che le cartolarizzazioni siano a breve termine o a lungo termine, nonostante possano considerarsi pressoché analoghi. Prescindendo da ciò, la cartolarizzazione, per essere considerata STS deve avvenire attraverso *true sale*, ossia trasferendo il collaterale dal cedente al cessionario. È inoltre richiesto che le esposizioni costituenti il sottostante siano omogenee tra loro (trattasi di una esigenza meno incisiva dell'individuabilità in blocco, benché affine). Riguardo l'attribuzione del rischio, affinché gli interessi dei promotori e degli investitori rimangano allineati e non venga pervertito lo scopo dell'operazione, viene richiesto al cedente, al promotore o al prestatore originario di mantenere una parte congrua di rischio e che l'assolvimento di questo obbligo venga comunicato al cliente dimodoché quest'ultimo abbia facoltà di consultare agevolmente le informazioni che gli permettono un controllo sull'operato. Altro requisito riguarda la necessità che si provveda ad attenuare i rischi di cambio e di tasso d'interesse, a beneficio dell'investitore. A costui dovrà pervenire una documentazione chiara, in ottemperanza alle previsioni dell'art. 9; in particolare, la liquidazione degli interessi non può ricorrere a formule di derivati o di strumenti complessi, bensì deve attenersi nel calcolo ai tassi di mercato di uso condiviso. Un ulteriore prerequisito, da assolversi in epoca anteriore alla sottoscrizione dei titoli, è che venga fornito agli aspiranti sottoscrittori un campione di esposizioni creditizie assimilabili a quelle cedute, che dia una panoramica sul comportamento dei debitori ceduti, sottolineando gli adempimenti e i *default*. Sempre in questa fase si rende obbligatoria la revisione di un campione di esposizioni da parte di un'autorità indipendente esterna.

Allorquando la cartolarizzazione conquista lo *status* di STS viene notificata all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) che si premura di pubblicare nel proprio sito web tale operazione, che rientra in un elenco che include tutte quelle che vengono considerate tali.

Pocanzi s'è detto dell'obbligo di far permanere in capo al promotore, cedente o al prestatore originario una parte congrua di rischio; ebbene, il Parlamento e il Consiglio europeo hanno convenuto che tale soglia debba essere fissata al 5%, in conformità alle norme internazionali. Questa previsione è la principale precauzione adottata avverso l'impiego del paradigma *originate to distribute*.

Il 30 maggio del 2017 il Parlamento e il Consiglio europeo sono pervenuti ad un accordo su entrambe le proposte aventi ad oggetto la cartolarizzazione, e, a decorrere dal

1° gennaio 2019, il legislatore comunitario ha introdotto il “*Securitization Framework*” per disciplinare le cartolarizzazioni STS. Esso si compone di due Regolamenti.

Il primo è il Regolamento UE 2017/2401, recante modifiche al regolamento UE 575/2013, quest’ultimo relativo ai «requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese d’investimento» (*Capital Requirement Regulation*, CRR), ed è finalizzato all’introduzione di un quadro regolamentare rinnovato in ambito di cartolarizzazione. Con questo intervento si sono apportati dei correttivi sul trattamento prudenziale delle operazioni di cartolarizzazione<sup>271</sup>. In particolare, la necessità valersi delle agenzie di *rating* esterne è stata ridimensionata, specificamente in relazione al venir meno dell’esigenza delle valutazioni da queste formulate per il calcolo del rischio di credito sulle esposizioni che costituiscono il sottostante del portafoglio cartolarizzato. Altra modifica ha riguardato l’elevazione dei requisiti patrimoniali da mantenere a fronte delle esposizioni cartolarizzate: tali esposizioni sono ora soggette ad un coefficiente di ponderazione del rischio minimo pari al 15% (10% per le cartolarizzazioni STS), mentre in epoca anteriore era sufficiente un coefficiente pari al 7%.

Il secondo componente del rinnovato Framework è il Regolamento UE 2017/2402, che prende il nome di *Securitization Regulation*. Con esso viene importato un quadro regolamentare atto a definire i requisiti di semplicità (art. 20), di standardizzazione (art. 21) e di trasparenza (art. 22). Con esso vengono rettificati alcuni aspetti per la qualificazione di un’operazione come STS presentati nella proposta di regolamento del 2015, e ne vengono aggiunti altri, come ad esempio l’accertamento che le esposizioni sottostanti non versino in stato di *default* al momento della selezione e che il debitore

---

<sup>271</sup> Sul punto è opportuno cogliere che il *Framework* attivo in precedenza si basava sulle due gerarchie di approcci per il calcolo del rischio di credito delle esposizioni fungenti da sottostante, entrambe introdotte con Basilea II. Il quadro regolamentare prevedeva la possibilità di fruire di un modello standardizzato (*Standardized Approach*, SA), dove l’esposizione ponderata per il rischio era calcolata prendendo l’ammontare nominale dell’esposizione e moltiplicandolo per un fattore di rischio fornito dall’Autorità di Vigilanza sulla base del *rating* assegnato dalle agenzie alla *tranche* che s’intende valutare. In alternativa vi era la facoltà di utilizzare approcci di calcolo basati sull’utilizzo di *rating* interni all’istituto bancario (*Internal Rating-Based [Approach]*, IRB): a) *Rating Based Approach* (RBA); b) *Internal Assesment Approach* (IAA); c) *Supervisory Formula Approach* (SFA).

Con l’attivazione del nuovo *Framework* si è ridotta la gamma delle scelte tra cui optare per l’effettuazione del calcolo sull’esposizione ponderata per il rischio, rendendo al contempo meno determinante nel giudizio complessivo la valutazione delle agenzie esterne.

ceduto abbia effettuato per lo meno un pagamento già in un momento anteriore alla cessione.

### **3. Decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18. Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze (GACS).**

Con D.L. 14 febbraio 2016, n. 18, poi convertito con legge dell' 8 aprile 2016, n. 49, nonché con Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze datato 3 agosto 2016<sup>272</sup> si è introdotto in Italia un meccanismo che segnala le operazioni di cartolarizzazioni valutate come irreprensibili, che, come conseguenza, prevede l'elargizione ai sottoscrittori di queste della garanzia dello Stato (erogata dal MEF stesso)<sup>273</sup>.

Tale normativa è stata implementata anche con l'obiettivo di escludere l'impiego di quella in materia di aiuti di Stato; naturalmente con l'autorizzazione preventiva della Commissione europea<sup>274</sup>.

Il MEF eroga la garanzia qualora in presenza di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 della l. n. 130/1999 (come stabilito dall'art. 3 del decreto), purché si verifichi una cessione realizzata da banche aventi sede in Italia di crediti pecuniari catalogati come sofferenze. L'art. 4, invece, stabilisce i parametri della struttura dell'operazione che consentono l'efficace rilascio della garanzia. Tali operazioni devono presentare determinate caratteristiche: a) l'importo della cessione dei crediti che intervenente tra cedente e cessionario non può eccedere il valore netto di bilancio dei crediti stessi al lordo delle rettifiche; b) deve realizzarsi un'emissione che prevede almeno una differenziazione in due classi, con gradi diversi di assorbimento delle perdite; c) non è ammesso che la classe *junior* accrediti ai detentori alcuna remunerazione, né di capitali né di interessi, prima che sia stata integralmente assolta l'obbligazione nei confronti dei prenditori di

---

<sup>272</sup> Trattasi del Decreto ministeriale che ha dato attuazione alle misure contenute nel Decreto-legge.

<sup>273</sup> Sul punto si veda GUERRIERI, *op. cit.*, p. 477.

<sup>274</sup> GIANNESI, MESSINA, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016 in dirittobancario.it*, par. 1 (premessa).



titoli *senior*; e) è ammessa la presenza di una o più classi *mezzanine*, il cui rimborso ai titolari dei titoli afferenti a tali classi è subordinato al pagamento dei possessori di titoli *senior* ma viene antergato al rispetto alla corresponsione della remunerazione spettante ai possessori di titoli *junior*; e) può prevedersi di formalizzare contratti di copertura con agenti di mercato specifici per ridurre il rischio che il differenziale tra tassi applicati su attività e su passività sia troppo esteso; f) può inoltre prevedersi la possibilità di accendere una linea di credito per colmare eventuali sconcordanze che potrebbero manifestarsi tra incassi percepiti dai debitori ceduti e fondi necessari a pagare gli interessi sugli ABS emessi.

L'art. 5 del decreto chiarisce come sia tassativo, sempre al fine del rilascio della garanzia, che i Titoli *senior* abbiano ricevuto da parte di un'agenzia di rating esterna (ECAI<sup>275</sup>) accettata dalla BCE una valutazione superiore o uguale «all'ultimo gradino della scala di valutazione del merito di credito *investment grade*». Come sottolineato dal secondo comma del medesimo articolo, la valutazione può pervenire anche in forma privata, con unico destinatario coincidente con il MEF, che deve avere approvato l'agenzia redattrice dopo che questa è stata accettata dalla BCE.

Senza divagare riportando l'intero elenco di peculiarità che li contraddistinguono, l'art. 6 inquadra tutte le caratteristiche che devono presentare i titoli *senior* e *mezzanine*. L'art. 7 invece riporta l'ordine di priorità dei pagamenti che dev'essere osservato da parte della società preposta.

Con l'art. 8, invece, si indagano gli attributi della garanzia dello Stato. Tale garanzia (che, come specificato dal comma 2, è irrevocabile e richiedibile in ogni momento, qualora accordata) viene concessa solo sui titoli *senior* e la sua efficacia è condizionata all'aver già piazzato almeno il 50% più 1 dei titoli *junior* e comunque, in caso di compresenza di titoli sia *junior* che *mezzanine*, all'aver smerciato almeno una quantità di titoli riconducibili a tali categorie che consenta l'eliminazione dei crediti oggetto dell'operazione di *securitization* dal bilancio dell'istituto di credito. La garanzia ha sempre un carattere oneroso e dev'essere prestata solo a valore di mercato, in modo da

---

<sup>275</sup> ECAI: acronimo di *External Credit Assessment Institutions*; sta ad indicare le agenzie che sono registrate/certificate in accordanza con il Regolamento del Parlamento e del Consiglio europei 1060/2009.

non configurare un aiuto di Stato. L'art. 9 stabilisce i criteri per la determinazione del prezzo.

Con riguardo alla gestione dei crediti è indispensabile che essa sia affidata ad una società terza rispetto al cedente, che prende il nome di *NPLs servicer*. Essa non può nemmeno appartenere al gruppo del cedente però può venire sostituita dai prenditori dei titoli man mano che l'operazione decorre, purché non vi sia un deterioramento del *rating* dei titoli *senior*<sup>276</sup> (art. 5, comma 4, D.L. 14/02/2016, n. 18).

In ottica di indagine retrospettiva può sottolinearsi come il ricorso alle GACS sia stato sottoposto a limiti temporali. Già il primo comma dell'art. 1 del decreto stabiliva un limite di diciotto mesi (prorogabile per altri diciotto) in capo al MEF per erogare la garanzia, che dopotutto veniva assegnata seguendo il principio *first come, first served*<sup>277</sup>, deducibile dall'art. 7, comma 3, del Regolamento Ministeriale<sup>278</sup>. Dopo un'iniziale proroga fino al 6 marzo 2019, con Decreto-legge 25 marzo 2019, n. 22 si è estesa la GACS per 24 mesi, prorogabili per altri 12. In seguito, con Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, risalente al 15 luglio 2021, è stato ulteriormente differito il termine di scadenza della GACS di dodici mesi, decorrenti dalla data di ottenimento di un riscontro positivo da parte della Commissione UE.

A seguito dell'emergenza sanitaria indotta dalla pandemia di SARS-CoV-2 è stato emanato il Decreto-legge 29 maggio 2020, n. 34 (c.d. "D.L. Rilancio"), il quale ha permesso un allentamento delle regole a cui le operazioni di cartolarizzazione sottoposte o sottoponibili alla GACS avrebbero dovuto attenersi, in particolare per quanto riguarda il meccanismo di subordinazione/differimento delle somme dovute ai *servicer*, vincolate agli obiettivi di *performance*<sup>279</sup>.

Una criticità affiorata in seguito all'emanazione ha riguardato le limitazioni soggettive previste dal decreto per il ricorso alla GACS. Se da un lato è pur vero che, nonostante con il decreto originalmente in vigore il novero dei soggetti beneficiati dalla

---

<sup>276</sup> GIANNESI, MESSINA, *op. cit.*, par. 1.

<sup>277</sup> GUERRIERI, *op. cit.*, p. 478.

<sup>278</sup> Art. 7, comma 3, Decreto MEF: «Il gestore procede [...] all'istruttoria delle singole richieste nel rispetto dell'ordine cronologico di presentazione»

<sup>279</sup> Per approfondimenti si consulti "Dt.mef.gov.it", *Modifiche temporanee alla disciplina GCS per Emergenza Covid*.

possibilità di richiedere la garanzia fosse limitato alle banche italiane e con il decreto di conversione si sia estesa la *pletora* per comprendervi anche gli intermediari finanziari iscritti all'albo previsto dall'art. 106 T.U.B., è altrettanto vero che la stessa cosa non è avvenuta per le società di *leasing*. Tra costoro si sarebbero potuti, infatti, individuare alcuni soggetti interessati alla ristrutturazione delle sofferenze<sup>280</sup>. Va chiarito che è ammesso fare richiesta di GACS su titoli emessi a fronte di operazioni di *securitisation* che abbiano ad oggetto crediti di *leasing*, a patto però che siano di titolarità di banche o intermediari finanziari, come precisato nel 1° comma dell'art. 1 del decreto.

Riguardo la tecnica normativa utilizzata per disciplinare la materia delle GACS si può ravvisare come vi sia stata un'ampia frattura in termini di continuità col passato, considerato che, mentre la l. n. 130/1999 si è limitata a fornire gli elementi essenziali entro il cui perimetro l'operazione di cartolarizzazione avrebbe dovuto compiersi (lasciando alla prassi il compito di integrare le lacune), il Decreto-legge n. 18/2016 è risultato più minuzioso nel regolare anche aspetti apparentemente ausiliari<sup>281</sup> (i quali sarebbero potuti essere normati dal legislatore secondario). Si è dunque intravista la volontà di creare una struttura poco elastica entro la quale il promotore ha poco margine di manovra, perlopiù al fine di facilitare il garante nell'esaminazione dell'operazione, in modo che il rilascio della garanzia sia il più possibile condizionato a fattori oggettivamente riscontrabili.

#### **4. Decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50 sulla cartolarizzazione dei crediti deteriorati.**

Una significativa innovazione in tema di *securitization* in Italia si è avuta con l'aggiunta dell'art. 7.1 alla l. n. 130/1999, compiuta con l'approvazione del D.L. 24 aprile 2017, n. 50 (poi convertito con modificazioni dalla l. 21 giugno 2017, n. 96), che tratta la cartolarizzazione di crediti deteriorati (conosciuti anche come *Non Performing*

---

<sup>280</sup> Su questa linea GIANNESI, MESSINA, *op. cit.*, par. 2.

<sup>281</sup> FISCALE, *GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) – Lo schema di garanzia statale per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs*. In *dirittobancario.it*, par. 4.2.

*Loans*<sup>282</sup>, N.P.L.). Il vantaggio insito nella cartolarizzazione di tali crediti risiede, banalmente, nella possibilità di realizzare una cessione che libera il patrimonio della banca dai gravami della gestione e recupero degli stessi, scansando contestualmente l'onere di fare ricorso ad appostazioni di capitale crescenti finalizzate a fronteggiare i rischi connessi all'incasso. Con la cartolarizzazione è infatti il mercato che, prezzando il valore dei crediti, permette all'impresa di registrare istantaneamente la perdita, trattandosi della differenza tra valore contabile e valore di realizzo<sup>283</sup>.

L'esigenza di questa riforma partiva dall'aver ormai constatato che, nei sistemi capitalistici, il finanziamento sui crediti aveva determinato il ricorso a prassi negoziali molto efficaci qualora in presenza di congiunture macroeconomiche favorevoli (poiché il soddisfacimento di esigenze di cassa immediate delle imprese e di opportunità di riduzione dei tempi medi d'incasso dei crediti si conciliano con la possibilità da parte dei finanziatori di soddisfarsi sui cospicui flussi di cassa) ma non altrettanto efficaci in periodi

---

<sup>282</sup> Quando si parla genericamente di crediti deteriorati è bene essere consapevoli che non si fa riferimento ad una locuzione che incarna un concetto unico e indistinguibile, bensì ad una categoria piuttosto ampia. La ricerca di una definizione armonizzata a livello Europeo è sfociata nel Regolamento UE 2015/227 della Commissione Europea, che ritiene sufficiente che venga assolto uno dei seguenti requisiti affinché possa considerarsi deteriorata un'esposizione: a) si tratta di un'esposizione rilevante scaduta da più di 90 giorni; b) è considerato improbabile che il debitore risulti integralmente adempiente alle obbligazioni da lui contratte, senza escuterne le garanzie poste a corredo. Le definizioni adottate da Banca d'Italia rispecchiano direttamente quelle armonizzate a livello dell'S.S.M. (*Single Supervisory Mechanism*), a loro volta incatenate ai criteri dettati dall'E.B.A. (*European Banking Authority*); infatti, la Banca d'Italia compie una suddivisione in tre sottocategorie distinte di seguito riportate in ordine di grado di deterioramento dei crediti che vi fanno parte: a) Esposizioni scadute o sconfinanti deteriorate, ossia esposizioni scadute o che eccedenti il limite di affidamento da oltre novanta giorni; b) Inadempienze probabili, sono esposizioni per le quale la banca reputa improbabile che il debitore assolva ai propri obblighi contrattuali, a meno di non procedere all'escussione di garanzie; c) Sofferenze, ovvero esposizioni nei confronti di soggetti inadempienti o che versano in situazioni analoghe.

Va precisato che le banche, attestando la deteriorazione dei crediti, operano sovente delle svalutazioni volte ad allineare il valore dei crediti all'ammontare che si auspica di incassare secondo i propri modelli previsionali (quando non viene prediletta la via della ristrutturazione dell'esposizione, attuabile con la rimodulazione dei rapporti contrattuali). Da ciò sorge l'ulteriore suddivisione fra crediti deteriorati lordi e crediti deteriorati netti.

<sup>283</sup> INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di Stato nella BDRR e nella comunicazione sul settore bancario del 30/07/2013 della Commissione europea in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. 6, p. 642, 2016.*

di contrazione economica<sup>284</sup>. Infatti, come dimostrato dagli eventi che si sono susseguiti a partire dal 2008<sup>285</sup>, l'incapienza finanziaria di molte imprese debentrici in sofferenza ha determinato l'ammassarsi di crediti incagliati nel bilancio degli istituti creditizi.

Affrontare i risvolti insidiosi che orbitano attorno ai crediti deteriorati ha imposto che i provvedimenti non si limitassero ad essere arbitrariamente intrapresi dai singoli Stati ma, dato il grado sempre maggiore di armonizzazione del mercato bancario europeo, venissero concertati ad un livello sovranazionale. La Banca Centrale Europea si è attivata in merito promuovendo diversi interventi, i quali, data l'entità del fenomeno in Italia, hanno avuto un riflesso marcato nell'operatività domestica del settore. Rilevante è stata l'emanazione di *soft regulation*, per propria natura non vincolanti, volte a instillare nelle banche protocolli di *best practice* per l'operatività di mercato, fornendo inoltre indicazioni concrete per allineare le condotte mantenute dai *player* alle aspettative del *supervisor*, con il tentativo di arginare le dilaganti pratiche creditizie inopportune.

Senza addentrarsi nella palude di norme componenti il *corpus* regolamentare vigente in materia di N.P.L., si farà cenno introduttivo degli interventi più importanti che, assieme alla riforma che ha integrato la legge sulla cartolarizzazione con l'art. 7.1, possono essere utili a comprendere il percorso prescelto dal legislatore europeo. Si tenga infatti presente che, pur non trovandosi in una fase irreversibilmente compromessa, in

---

<sup>284</sup> Si può includere anche l'ulteriore riforma apportata con la rettifica dell'art. 1 della l. n. 52/1991, implementata dal D.L. 3 maggio 2016, n. 59, che ha ampliato la classe dei soggetti che svolgono l'attività di acquisto di crediti d'impresa sulla base della disciplina dettata dalla stessa legge, includendovi alla lett. c) le società di capitali che svolgono «l'attività di acquisto di crediti, vantati nei confronti di terzi da soggetti del gruppo di appartenenza che non siano intermediari finanziari o di crediti vantati da terzi nei confronti di soggetti del gruppo di appartenenza». La *voluntas legis* è di permettere alle imprese del gruppo di tentare di risollevere le sorti finanziarie delle altre collegate senza intasare il mercato del credito tradizionale.

<sup>285</sup> Più che a partire dal 2008, un deterioramento tangibile dei crediti delle imprese si è manifestato con una minima latenza; infatti, si è esacerbato in seguito alla comparsa della crisi del debito sovrano avutasi nel biennio 2011-2012. Il picco negativo è andato concludendosi gradualmente trascorso il novembre del 2015, dove il livello delle sofferenze nette (ossia quelle calcolate al netto di svalutazioni e accantonamenti) si attestava a 88,8 miliardi di Euro, contro i 49,3 miliardi del 2018.

Europa incombe il peso di circa mille miliardi di Euro di N.P.L.<sup>286</sup> (il carattere patologico di tale assetto è in parte mitigato dal livello di copertura che si assesta attorno all'85%).

Nel 2017 sono state approvate dalla B.C.E. le Linee Guida sulla gestione dei crediti deteriorati, che a margine specificano come la definizione di crediti deteriorati fornita dall'E.M.A. possa essere applicata solo a fini segnalativi nell'interfacciarsi della banca con l'autorità di vigilanza o nella reportistica interna per il *risk management* o, ancora, nell'informativa da rendere al pubblico. Pur non essendo vincolanti, l'autorità di supervisione può richiedere alle banche non conformi<sup>287</sup> di motivare le ragioni dello scostamento, con l'ulteriore aggravio per costoro costituito dalla rilevanza del disallineamento intrapreso nel *supervisory review and evaluation process* (S.R.E.P.) condotto in ambito di *Single Supervisory Mechanism* (S.S.M., o alternativamente M.V.U., ossia Meccanismo di Vigilanza Unico)<sup>288</sup>. L'emanazione delle Linee Guida è principalmente indirizzata a far sì che le banche flagellate dalla permanenza in bilancio degli N.P.L. riescano nella formulazione di un piano strategico di riduzione graduale delle esposizioni incagliate, volto anche alla massimizzazione del tasso di recupero (c.d. *Recovery Rate*), non dovendosi trascurare il contesto operativo. Qualora l'istituto di credito dovesse manifestare incertezze circa l'efficacia del piano di attenuazione del rischio proveniente da tali crediti, sarà necessaria l'ideazione di un piano di copertura.

Altro intervento normativo rilevante emanato dalle autorità europee, in questo caso Parlamento e Consiglio, è stato approvato nel 2014 con l'obiettivo riformare i criteri di risoluzione delle crisi bancarie, alla luce di quelle succedutesi tra il 2008 e il 2013 che

---

<sup>286</sup> Si fa riferimento, per ragioni di coerenza temporale con la riforma da esaminare, al dato rinvenibile nel report *Reforming Non-Performing Loans in Europe*, pubblicato l'11 luglio 2017 dall'*European Systemic Risk Board* (E.S.B.R.).

<sup>287</sup> Deve trattarsi pur sempre di banche significative, come individuabili in base al Regolamento UE 575/2013 (Regolamento CRR – *Capital Requirements Regulation*), dacché rappresentano gli istituti vigilati direttamente dal M.V.U.

Le banche *non-significant*, invece, sono sottoposte a vigilanza ordinaria esercitata dalle singole autorità di vigilanza nazionali. Detto ciò, la Banca d'Italia ha caldeggiato la consultazione delle Linee Guida anche da parte delle banche non significative, ponendole in libera consultazione, non potendosi trascurare il principio di proporzionalità.

<sup>288</sup> Per un'esposizione adeguata del problema degli N.P.L. in ambito europeo e nazionale, nonché del quadro regolamentare in materia, si legga DI MAIO, VIANELLI, *Non performing loans nel panorama italiano ed europeo*, disponibile presso SSNR, 2017, p. 7.

avevano attanagliato l'area euro, il cui confinamento è stato in larga parte sovvenzionato dai contribuenti. Si sta facendo riferimento alla Direttiva 2014/59/UE<sup>289</sup>, che prende anche il nome di Direttiva BRRD (*Banking Recovery and Resolution Directive*). Questa direttiva attribuisce ad autorità indipendenti i poteri e gli strumenti per la pianificazione sull'amministrazione delle crisi, per l'intervento tempestivo (coadiuvato dai poteri delle autorità di risoluzione, che intervengono normalmente in anticipo per preparare piani di risoluzione anzitempo) e per la gestione della fase di risoluzione<sup>290</sup>. Si è stabilito che nell'attuazione di quest'ultima fase si debba attingere agli stanziamenti derivanti da fondi alimentati dai contributi apportati dagli intermediari stessi: in Italia è stato all'uopo costituito il Fondo Nazionale di Risoluzione. Elemento cardinale della direttiva è costituito dal dislocamento della responsabilità del risanamento dell'istituto in dissesto dal sistema finanziario nella sua interezza agli azionisti, agli obbligazionisti subordinati e ai creditori, i quali divengono i principali attori gravati dagli oneri del salvataggio: questa concezione prende il nome di *bail-in*<sup>291</sup> e si pone in contrapposizione netta con il *bail-out*, il quale viene adottato come *extrema ratio* nel caso vi fosse incapacità anche nelle risorse di questi ultimi o per ragioni di necessità e urgenza<sup>292</sup>.

---

<sup>289</sup> Pubblicata, in Italia, in G.U. il 12 giugno 2014 e recepita con due decreti legislativi, ossia i D. lgs. N. 180-181 del 16 novembre 2015.

<sup>290</sup> Si consulti il sito della Banca d'Italia: [bancaditalia.it](http://bancaditalia.it/gestione-crisi-bancarie) (gestione-crisi-bancarie).

<sup>291</sup> Come sottolineato da DI MAIO, VIANELLI, *op. cit.*, p. 10, esistono comunque margini di manovra all'interno dei dettami talvolta labili imposti dalla direttiva. Infatti, è possibile ricorrere alla ricapitalizzazione precauzionale (*precautionary recapitalization*), desumibile dall'art. 32, comma 4, lett. d), della BDRR, che si manifesta qualora emergano "straordinarietà giustificatrici" tali da rendere praticabile il sostegno finanziario pubblico. Tale sostegno deve comunque passare al vaglio della Commissione Europea che pondera l'adeguatezza dell'intervento rispetto agli "interessi protettivi" che si intende tutelare, ossia il preservare la stabilità finanziaria o l'arginare una perturbazione economica. Nonostante paia non essere generalmente ammessa l'erogazione di una garanzia sulle passività di nuova emissione, con D.L. 23 dicembre 2016, n. 237, è stata autorizzata la concessione di una garanzia dello Stato da parte del MEF sulle passività delle banche italiane, con contestuale permesso attribuito a tale dicastero di procedere all'acquisto di titoli azionari di istituti in crisi. Tutti gli interventi debbono comunque essere aderenti alla disciplina europea sugli aiuti di Stato.

<sup>292</sup> Ancor prima del *bail-in*, l'unico meccanismo di risoluzione delle crisi veniva individuato nel *burden sharing* (disciplinato dall'art 132 della Direttiva BDRR), secondo il quale ogni aiuto pubblico previamente approvato dalla Commissione Europea poteva essere erogato a condizione che fosse stata eseguita una riduzione del valore nominale di azioni e obbligazioni subordinate, o che si fosse provveduto alla conversione di quest'ultime. Il *bail-in*, a differenza del *burden sharing*, include nei soggetti onerati della

Gli interventi normativi varati di volta in volta per disinnescare il problema degli N.P.L. prendono vigore dalla constatazione che il mercato dei crediti deteriorati non risponde linearmente alle dinamiche di incontro di domanda e offerta<sup>293</sup>.

Dette riforme, analizzate in superficie, sono state propedeutiche all'introduzione del Decreto-legge n. 50/2017, il quale, in sede di conversione, è stato emendato al fine di includere nuove disposizioni da integrare alla l. n. 130/1999. Con l'art. 60-*sexies* si è inserito l'art. 7.1 nella legge sulla cartolarizzazione, rubricato "Cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche ed intermediari finanziari". Al momento dell'emanazione esso si componeva di otto commi; in seguito, con D.L. 30 aprile 2019, n.34 sono stati introdotti gli artt. 4-bis, 4-ter, 4-*quater* e 4-*quinqies*, mentre con legge 27 dicembre 2019, n. 160 è stato addizionato il comma 8-bis, portando il totale a dodici. Scopo dell'articolo risiede nello stimolare la cartolarizzazione di N.P.L. favorendone frattanto la gestione e il ripristino dello stato *in bonis* dei creditori.

La disposizione del comma primo circoscrive l'ambito d'applicazione dell'intero articolo alle banche e agli intermediari finanziari iscritti presso l'albo di cui all'art. 106 T.U.B. Il comma secondo apre invece la possibilità per lo SPV di «concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto [...]». Il comma 7 del medesimo articolo chiarisce che qualora vi sia una concessione di finanziamenti ai sensi del comma 2, spetterà ad una banca o ad un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'art. 106 T.U.B. la gestione del portafoglio ceduto e dei finanziamenti concessi dallo SPV.

Passando ai commi 3 e 4, essi prevedono importanti riforme, poiché l'ambito di operatività dello SPV viene ampliato sino a snaturarne la funzione primordialmente assegnatagli. Il comma terzo permette alle società veicolo, nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario o nell'ambito di accordi di risanamento o ristrutturazione, di: a) acquisire/sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti

---

copertura delle perdite, fino all'8% delle passività, anche gli obbligazionisti *junior*, *senior* e i depositanti per le soglie di deposito eccedenti Euro 100.000. Oltre l'8% interviene il Fondo Nazionale di Risoluzione.

<sup>293</sup> Come riferiscono DI MAIO e VIANELLI nell'opera già menzionata (p. 14), gli ostacoli alla formazione di un mercato efficiente si individuano sia nelle asimmetrie informative tra cedente e potenziali acquirenti circa il profilo di rischio di tali titoli, sia negli impedimenti regolamentari che prevengono che la platea di potenziali investitori in tali prodotti si allarghi sino ad includere soggetti inadeguati alla loro detenzione.



partecipativi originati della conversione di parte dei crediti acquisiti dal cedente; b) concedere finanziamenti. Ciò al fine di incrementare le probabilità di recupero dei crediti deteriorati e, contemporaneamente, riabilitare il debitore probabilmente insolvente. La disposizione che segue esclude l'applicazione degli artt. 2467<sup>294</sup> e 2497-*quinquies* C.c., per ragioni che possono dedursi dall'asserzione contenuta al termine del comma, che enuncia come tutte le somme derivanti dalle azioni summenzionate debbano seguire la medesima sorte degli incassi provenienti dai debitori ceduti, ossia devono destinarsi esclusivamente al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi. La ragione della dispensa dall'applicazione dell'art. 2467 C.c. consta nella necessità di far sì che le somme temporaneamente conferite alla società non vadano disperse in favore di altri creditori (mentre l'art. 2467 C.c. si concentra sui finanziamenti prestati dai soci, l'art. 2497-*quinquies* fa valere la norma anche in favore di colui che presta attività di direzione e coordinamento; perciò, la considerazione anzidetta vale in egual modo).

Il quarto comma permette che venga istituita una società veicolo (c.d. "Società veicolo d'appoggio"), che si affianca a quella preposta a segregare i patrimoni ed eventualmente ad effettuare l'emissione, la quale ha il compito esclusivo di «acquisire, gestire e valorizzare» i beni e diritti che vengono posti a garanzia dei crediti ceduti nel contesto dell'operazione. Qualsiasi somma proveniente dalla detenzione, gestione o dismissione di tali beni/diritti dev'essere devoluta in favore dei prenditori dei titoli ovvero posta a copertura delle spese dell'operazione. Si evidenzia, inoltre, che i beni, le somme e i diritti collegati alle attività disciplinate dal comma quarto costituiscono patrimonio separato, portando seco tutti gli effetti collaterali nascenti da questa contingenza. I commi da 4-*bis* a 4-*quinquies* riguardano prevalentemente le imposizioni fiscali e l'applicazione delle imposte di registro, catastale e ipotecaria.

Il comma quinto impone che nel caso la cessione abbia ad oggetto, oltre che i beni gravati da locazione finanziaria, anche i relativi contratti di locazione o i rapporti giuridici causati in seguito alla risoluzione degli stessi, la società veicolo d'appoggio costituita all'uopo per acquisire, gestire e valorizzare tali beni deve essere consolidata nel bilancio di un istituto bancario o di un intermediario finanziario (iscritto all'albo di cui all'art. 106

---

<sup>294</sup> Art. 2467, comma 1, C.c.: «Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori».

del T.U.B.) anche quandanche non faccia parte di alcun gruppo. In aggiunta, una volta conclusesi le operazioni di cartolarizzazioni per le quali la società d'appoggio è stata preordinata è necessario smantellare la stessa, contrariamente a quanto imposto per le società veicolo tradizionalmente intese. I commi seguenti sono più che altro improntati a corredare dell'occorrente il quadro fornito con le disposizioni già elencate, a partire dal sesto comma che tratta i canali di pubblicazione dell'avvenuta cessione.

Leggendo congiuntamente l'art. 1, comma 1-ter<sup>295</sup> e l'art. 7.1, comma 2, della l. n. 130/1999 – essendo essi elementi che hanno novellato solo recentemente la legge stessa (rispettivamente nel 2014 e nel 2017) – è possibile riscontrare come, nella volontà di accrescere la diffusione di fonti di finanziamento alternative a quelle tipiche del sistema bancario, si siano dotate le società veicolo di poteri che inizialmente non le caratterizzavano. Questo andamento ha snaturato l'idea immacolata del veicolo societario quale scatola ove imputare i patrimoni da segregare, privato della possibilità di compiere scelte discrezionali, poiché è evidente che l'attività di gestione e valorizzazione degli asset presenti in portafoglio, nonché l'attività di concessione di finanziamenti e di acquisizione di titoli prevedono un ampio ricorso alla discrezionalità<sup>296</sup>, tale che non risulta ardito accomunare lo SPV ad un organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr)<sup>297</sup>.

Come sottolineato da Restelli, i problemi di questa confusione sono sia concettuali che pratici. Anzitutto una prima criticità la si ravvede nell'ipotesi non inverosimile che sia possibile escogitare arbitraggi regolamentari volti a sfruttare l'irruzione della disciplina delle società veicolo nell'ambito degli investimenti (laddove siano ottenibili vantaggi competitivi); dopodiché un'ulteriore perplessità sorge in tema di conformità del diritto italiano nei riguardi dell'ordinamento europeo: infatti, la gestione collettiva del risparmio è attività riservata ai sensi della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD).

---

<sup>295</sup> Si riporta un frammento dell'art. 1, comma 1-ter, l. n. 130/1999: «le società per la cartolarizzazione di cui all'art. 3 possono [...] concedere finanziamenti nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle imprese che presentino un totale di bilancio inferiore a 2 milioni di euro, direttamente ovvero per il tramite di una banca o di un intermediario finanziario [...]».

<sup>296</sup> RESTELLI, *op. cit.*, p. 928.

<sup>297</sup> Della medesima opinione CARRIERE, *La (ambigua) definizione delle nuove frontiere della cartolarizzazione: "dei proventi mobiliari" o degli "immobili"* in *dirittobancario.it*.

Il punto che rende meno sconcertante questo sotteso accostamento tra due ambiti all'apparenza incompatibili risiede nelle filosofie gestorie antitetiche, tant'è che nella gestione collettiva del risparmio l'attività d'investimento è volta all'assunzione e gestione del rischio finalizzata all'ottenimento di un profitto, mentre nel condurre l'operazione di cartolarizzazione, l'attività di gestione è approntata alla conservazione del patrimonio e alla custodia dei beni<sup>298</sup>. Più generalmente, lo SPV è tenuto alla gestione attiva del rischio di credito delle attività con cui viene in contatto, ma non è ammissibile che esso svolga attività produttive di ulteriori rischi. La gestione di cui, a titolo esemplificativo, fa menzione il quarto comma deve sempre essere intesa in senso conservativo, tale che, se per varie ragioni non indagabili in questa sede dovesse sconfinare in una gestione "finanziaria" *stricto sensu*, richiederebbe l'istituzione di un organismo di investimento collettivo del risparmio con tutti i crismi<sup>299</sup>.

In conclusione, è irrefutabile che la tendenza impostasi negli ultimi anni sia quella dell'estensione dell'ambito di operatività della società per la cartolarizzazione. Fossero insufficienti gli interventi normativi già illustrati a testimoniare ciò, si potrebbe addurre come ulteriore prova l'introduzione delle c.d. "Cartolarizzazioni Immobiliari", recentemente immesse nel panorama dalla legge 30 dicembre 2018, n. 145 (Legge di Bilancio 2019). Con esse si è estesa la disciplina, giacché compatibile, contenuta nella l. n. 130/1999 alle «operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla titolarità di beni immobili, beni mobili registrati e diritti reali o personali aventi ad oggetto i medesimi beni». Quantunque la volontà specifica di un intervento simile risieda nella volontà di valorizzare il patrimonio elementare, non può negarsi che ai preesistenti SPV ed SPV d'appoggio si sia andata ad affiancare un'altra categoria, quella degli "SPV di Cartolarizzazione Immobiliare", che garantirà indiscutibilmente dei benefici ma sarà, potenzialmente, fonte di equivoci, almeno sino a quando una dottrina variegata non dipanerà le questioni che di volta in volta sorgeranno.

---

<sup>298</sup> CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti* in *Le operazioni di finanziamento* (GALGANO), 2016, p. 954.

<sup>299</sup> Sul punto sempre RESTELLI, *op. cit.*, p. 930.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- ALEKNAITE, *Why the fruits of capital markets are less accessible in civil law jurisdiction or ho France and Germany try to benefit from asset securitisation*, De Paul University, 2007.
- ALLEN, *The Basel capital accords and international mortgage markets: a survey of the literature*, New York University Salomon Centre, 2004
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014.
- ARTALE, G., in *La cartolarizzazione, commento alla legge n. 130/1999* in FERRO-LUZZI, PISANTI, *op. cit.*
- BARTOLI, *Il Trust*, Giuffrè, 2001.
- BERTOLOTTI, SHIN, *From Mary Poppins to Northern Rock: reflections of modern bank runs in Mercato Concorrenza Regole*, 2009.
- BONTEMPI, SCAGLIARINI, *La securitization in Teoria e pratica del diritto*, Milano, 1999.
- CAMPIONE, *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originato e debitori ceduti: profili civilistici* in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 2018.
- CAPRIGLIONE, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Milano, CEDAM, 2015.
- CAPUTO, NASSETTI, *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998.
- CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti* in *Le operazioni di finanziamento (GALGANO)*, 2016.
- CARRESI, *Il contratto* in *Tratt. Circu-Messineu*, 1987.
- CARRIÈRE, *La (ambigua) definizione delle nuove frontiere della cartolarizzazione: “dei proventi mobiliari” o degli “immobili”* in *dirittobancario.it*
- CASTRONOVO, *Trust e diritto civile italiano* in *Vita Not.*, 1998.
- CONTALDI, *Il Trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano, Giuffrè, 2001.
- DI MAIO, VIANELLI, *Non performing loans nel panorama italiano ed europeo*, disponibile presso SSNR, 2017.
- FERRO-LUZZI, PISANTI, *La Cartolarizzazione: commento alla legge n. 130/1999*, Giuffrè Editore, Milano, 2005.
- FISCALE, *GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) – Lo schema di garanzia statale per i titoli senior emessi nell’ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs*. In *dirittobancario.it*
- FRIGNANI, *La securitization come strumento di smobilizzo di crediti di massa (profili di diritto comparato europeo* in *Foro.it*, 1995.
- GABRIELE, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2001.
- GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Padova, CEDAM, 2014.
- GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici nelle nuove obbligazioni bancarie* in *Borsa Banca Titoli di Credito*, 1997.

- GALLETTI, *Le nuove esenzioni dalla revocatoria fallimentare* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2007.
- GALLETTI, *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti in Le nuove leggi civili commentate*, 2000.
- GAZZONI, *In Italia tutto è permesso, anche quel che è vietato (lettera aperta a Maurizio Lupoi sul Trust e su altre battaglie* in *Riv. Not.*, 2001.
- GIANNELLI, *La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell'impresa* in *Rivista Diritto Societario, Fascicolo 4*, 2002.
- GIANNESI, MESSINA, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016* in *dirittobancario.it*
- GIOVANDO, *L'operazione di securitization. Analisi dei processi di rilevazione e di gestione*, Giappichelli editore, 2021.
- GOETZMANN, NEWMANN, *Securitization in the 1920's*, NBER Working Paper Series, 2010.
- GOETZMANN, ROUWENHORST, *The history of financial innovation in carbon finance, environmental market solutions to climate changes*, 2008.
- GRASSETTI, *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1936.
- GUERRIERI-GALLETTI, ne *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002.
- GUERRIERI, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni in Banca Borsa Titoli di credito, fasc. 4*, 2017.
- HANNSMANN, KRAAKMAN, SQUIRE, *Law and the rise of the firm, Paper n. 546*, Harvard Law School, 2006.
- HANNSMANN, KRAAKMAN, SQUIRE, *Legal entities, asset partitioning and the evolution of organizations in Newly revised draft for nber conference*, 2002.
- HANNSMANN, KRAAKMAN, SQUIRE, *The essential role of organization law*, Harvard Law School, 2000.
- HOMER, SYLLA, *History of interest rates, fourth edition*, Wiley Finance, 2005.
- INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di Stato nella BDRR e nella comunicazione sul settore bancario del 30/07/2013 della Commissione europea* in *Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. 6*, 2016.
- LAROMA JEZZI, *I profili soggettivi dell'imposizione nella cartolarizzazione dei crediti, fra separazione patrimoniale e trust* in *Rivista Diritto Tributario, Fascicolo 3*, 2003.
- LINCIANO (coordinatore gruppo di ricerca), *Report on Financial investments of italian household*, CONSOB, 2020.
- LODISPOTO, *Cessione dei crediti futuri e mercato delle cartolarizzazioni* in *Nota a sentenza: Cassazione Civile, 26 ottobre 2002, n. 15141*. Banca Borsa Titoli Credito, 2003.
- LUMINOSO, *Contratto fiduciario, Trust e atti di destinazione ex art. 2645-ter C.c.* in *Riv. Notariato, fascicolo 5*, 2008.

- LUPOI, *Introduzione ai Trust. Diritto inglese, convenzione dell'Aja, diritto italiano*, Giuffrè, Milano, 1994.
- LUPOI, *Trusts*, Giuffrè, Milano, 1997.
- MARRONI, *Verso un mercato delle cambiali finanziarie* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015.
- MASI, *commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 2000
- MATTEI, *The function of Trust law: a comparative legal and economical analysis* in *UC Hasting Policy Repository*, 1998.
- MAURO, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche*, 2010, CEDAM.
- MAZZUCCA, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano, 2015.
- MEGLIANI, *Profili internazionali delle operazioni di securitization* in *Dir. Comm. Internaz.*, fasc. 1, 2000.
- MODULO, ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, CEDAM, 2000.
- MURITANO, *Il c.d. Trust interno prima e dopo l'art. 2065-ter C.c.* in *I quaderni della fondazione italiana del notariato (e-library)*, Milano, 2007.
- MURITANO, *La cartolarizzazione dei crediti e i fondi comuni d'investimento in I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Giappichelli editore, Torino, 2007.
- PARDOLESI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, Milano, Giuffrè, 1999.
- PLAIA, *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana del 30 aprile 1999, n. 130. Profili comparatistici* in *Giurisprudenza di merito*, 2000.
- PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti* in *Il Fallimento*, 1999.
- RESCIGNO, *Notazioni a chiusura di un seminario sul trust in Europa e diritto privato*, 1998.
- RESTELLI, *Le frontiere mobili della cartolarizzazione* in *Banca borsa titoli di credito*, fasc. 6, 2020.
- RICHARDSON, ACHARYA, *Causes of the financial crisis* in *Critical Review*, vol. 21, 2009
- RUCCELLAI, *I problemi legati allo sviluppo della securitization in Italia: prospettive e soluzioni* in *Giurisprudenza Commerciale*, 1995.
- RUCCELLAI, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e Opportunità* in *Giurisprudenza Commerciale*, 1998.
- RUCCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti a due anni dall'entrata in vigore della legge 30 aprile 1999, n. 130* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2001.
- RUMI, *Securitization in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti* in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000.
- SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2012.

- SANTORO, *La cartolarizzazione dei crediti: il disegno di legge e l'iter parlamentare*, Luiss Guido Carli, 2001.
- SCHWARCZ, *The global alchemy of asset securitization* in *International Financial Law Review*, 1995.
- SEPE, *La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte* in *Rivista Critica del Diritto Privato*, 2004.
- SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale* in *Banca Borsa Titoli di credito*, fasc. 4, 2015.
- SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti* in *Giurisprudenza Commerciale*, 1999.
- TARGETTI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti* in *Giurisprudenza Commerciale*, 1999.
- THOMPSON, RIDDIOUGH, *déjà vu all over again: agency, uncertainty, leverage and the panic of 1857* da *Hong Kong Institute for Monetary Research*, 2012.
- TORRENTE, *Manuale di diritto privato*, Giuffrè, Milano, 2021.
- TROIANO, *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, CEDAM, 1994.
- VENTURA, *Il patrimonio separato tra equivalenza funzionale e asimmetrie normative* in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2016.
- VICARI, *Cartolarizzazione dei Crediti e Credit Linked Notes* in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000.
- VISALLI, *Il contratto estimatorio nella problematica del negozio fiduciario*, Milano, Giuffrè, 1974.