



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI IN ITALIA. LA TUTELA DEGLI INVESTITORI TRA DOTTRINA E PRASSI.

Relatore

Ch.ma Prof.ssa Giuliana Martina

Laureando

Cristina Deganello

Matricola 815825

Anno Accademico

2012 / 2013

LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

IN ITALIA.

LA TUTELA DEGLI INVESTITORI

TRA DOTTRINA E PRASSI.

Introduzione	pag.	1
1. La struttura di una tipica operazione di cartolarizzazione	pag.	3
1.1. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti: la legge 30 aprile 1999 n. 130	pag.	3
1.2. Le operazioni di cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria	pag.	26
1.3. I principali fattori di rischio connessi alle operazioni di cartolarizzazione e le forme di tutela per i portatori dei titoli	pag.	39
1.4. L'implementazione di un'operazione di cartolarizzazione	pag.	49
1.5. La struttura contrattualistica	pag.	52
1.5.1. I contratti relativi alla cessione	pag.	53
1.5.2. I contratti relativi all'emissione	pag.	58
1.6. La qualificazione giuridica della cartolarizzazione	pag.	64
1.6.1. La vendita dei crediti ceduti e l'emissione di un prestito	pag.	64
1.6.2. Lo schema del mandato senza rappresentanza	pag.	66
1.6.3. Lo schema dell'associazione in partecipazione	pag.	69
2. La cessione dei crediti <i>ex lege</i> n. 130/99	pag.	71

2.1. Modalità ed efficacia della cessione	pag.	71
2.2. I limiti alla disciplina della revocatoria fallimentare	pag.	81
3. La società – veicolo e il problema della separatezza patrimoniale	pag.	93
3.1. L’oggetto sociale esclusivo	pag.	93
3.2. Qualificazione della società – veicolo come imprenditore	pag.	95
3.3. Il principio della separatezza patrimoniale	pag.	98
3.4. Il fallimento della società – veicolo	pag.	107
4. Il rappresentante dei portatori dei titoli	pag.	113
4.1. Le funzioni del rappresentante dei portatori dei titoli	pag.	113
4.2. Portatori dei titoli e RON: un dialogo non sempre immediato	pag.	127
4.2.1. Il conflitto di interessi tra <i>noteholders</i> e <i>other issuer creditors</i> : le clausole c.d. di “ <i>veto right</i> ”	pag.	133
4.3. I profili di responsabilità del rappresentante dei portatori dei titoli	pag.	136
5. La <i>transparency directive</i>	pag.	141
5.1. Gli obiettivi della <i>transparency directive</i>	pag.	141
5.2. L’ambito di applicazione oggettivo e soggettivo. Stato membro d’origine <i>vs</i> Stato membro ospitante	pag.	143
5.3. Le informazioni regolamentate	pag.	145
Conclusioni	pag.	149
Bibliografia	pag.	151
Giurisprudenza	pag.	157
Fonti normative	pag.	158
Sitografia	pag.	161

Introduzione

La cartolarizzazione è un fenomeno di finanza strutturata che ha avuto origine nei paesi anglosassoni e si è successivamente diffuso anche in Italia, dove l'entrata in vigore della legge del 30 aprile 1999 n. 130 ne ha sancito il riconoscimento normativo.

Essa si sostanzia nella cessione a titolo oneroso di uno o più crediti da parte di un soggetto ad una società – veicolo, la quale finanzierà l'acquisizione di tali attivi mediante l'emissione di titoli. Tale società dovrà pagare ai portatori di tali titoli gli interessi pattuiti, nonché restituire loro il capitale, utilizzando le somme provenienti dalla riscossione dei crediti ceduti. Una delle principali peculiarità delle operazioni di cartolarizzazione consiste nel fatto che gli investitori avranno come garanzia, non il patrimonio generale della società – veicolo, bensì il portafoglio di crediti da questa acquisiti, il quale costituisce un patrimonio separato e vincolato al soddisfacimento delle pretese di credito dei portatori dei titoli.

Il complesso normativo elaborato dal Legislatore italiano si limita a fissare le caratteristiche principali dell'operazione, lasciando ampio spazio all'autonomia contrattuale dei soggetti che vi partecipano.

Se da un lato permette agli operatori economici di adattare la struttura dell'operazione alle proprie esigenze, dall'altro, queste circostanze generano incertezze dal punto di vista giuridico, le quali hanno reso difficile il ruolo degli interpreti e complessa la relativa applicazione pratica.

Nel presente elaborato si cercherà di descrivere la struttura di una tipica operazione di cartolarizzazione, in particolare soffermandosi sugli strumenti, previsti dal Legislatore ed elaborati dalla prassi, ai fini della tutela dei portatori dei titoli emessi *ex lege* n. 130/99.

Nel primo capitolo verranno illustrate le caratteristiche principali delle operazioni di cartolarizzazione alla luce della legge n. 130/99. Si descriverà l'evoluzione degli utilizzi della cartolarizzazione con l'avvento della crisi finanziaria, nonché delle principali previsioni normative applicabili, soprattutto

di emanazione comunitaria. Si metteranno in luce i principali rischi connessi a tali operazioni e le relative misure di tutela per i portatori dei titoli implementate dagli operatori economici. Successivamente, si procederà a descrivere l'architettura contrattuale tipica di un'operazione di cartolarizzazione, soffermandosi sul contenuto e lo scopo dei vari documenti, al fine di mettere in evidenza i ruoli dei soggetti che vi partecipano. Infine, verrà affrontato il problema della qualificazione giuridica delle operazioni di cartolarizzazione, esponendo le principali teorie elaborate dalla dottrina.

Il secondo capitolo sarà dedicato all'analisi della cessione dei crediti. In particolare ci si soffermerà su modalità ed efficacia della cessione ai sensi della normativa italiana. Si procederà ad illustrare l'opinione della dottrina che si è espressa in merito, confrontandola con le soluzioni adottate dalla prassi.

Nel terzo capitolo, dopo aver descritto le caratteristiche della società – veicolo, si affronterà il tema della separatezza patrimoniale e del fallimento della società – veicolo stessa, mettendo in luce i principali commenti degli interpreti a riguardo e le risposte della pratica.

Tra le principali figure poste a tutela dei portatori dei titoli rientra quella del loro rappresentante. Nel quarto capitolo verranno descritti i poteri e i doveri attribuiti al rappresentante dei portatori dei titoli, evidenziando le principali difficoltà che tale soggetto si può trovare ad affrontare nell'esercizio delle proprie funzioni. Non essendo previsto dalla legge sulla cartolarizzazione dei crediti, tale ruolo è regolato convenzionalmente. Di fronte al silenzio della legge speciale, si cercherà di trovare delle risposte in merito nella disciplina generale.

Nel quinto capitolo verrà esposto il contenuto di una delle direttive europee emanate al fine di tutelare gli investitori in valori mobiliari, tra i quali rientrano anche i portatori dei titoli emessi *ex lege* 130/99, promuovendo elevati livelli di trasparenza sui mercati finanziari: la c.d. *transparency directive* (direttiva 2004/109/CE).

Capitolo 1

La struttura di una tipica operazione di cartolarizzazione

1.1. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti: la legge 30 aprile 1999 n. 130

Nella pratica finanziaria internazionale un'operazione di cartolarizzazione è un'operazione di finanza strutturata mediante la quale il titolare di un complesso di crediti pecuniari, esistenti o futuri, trasferisce questi ultimi, mediante una cessione, a titolo oneroso e che per prassi è *pro soluto*, ad una società – veicolo (c.d. *Special Purpose Vehicle*, in breve *SPV*). Quest'ultima emette dei titoli dalla cui vendita otterrà le risorse per finanziare l'acquisto dei crediti trasferiti. I flussi finanziari derivanti dal portafoglio dei crediti ceduti saranno destinati, in via esclusiva, al pagamento degli interessi e del capitale dovuto sui titoli emessi dalla società – veicolo, nonché a pagare i costi dell'operazione. In genere vengono emesse due o più classi di titoli, ognuna delle quali con un diverso grado di subordinazione nei pagamenti: i flussi di cassa disponibili vengono utilizzati in via prioritaria per soddisfare la classe *senior* e successivamente, nell'ipotesi in cui vi siano somme disponibili, vengono impiegati per i pagamenti agli eventuali titoli *mezzanine* ed infine alla classe *junior*, sulla quale grava il rischio di prima perdita.

La *SPV* ha come oggetto sociale esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione ed i crediti oggetto di ogni operazione costituiscono patrimonio separato dal patrimonio generale della società – veicolo stessa e dagli altri patrimoni relativi ad ogni eventuale operazione di cartolarizzazione perfezionata dalla medesima *SPV*. Il rischio di credito inerente ai crediti oggetto dell'operazione viene, così, trasferito dal cedente (c.d. *originator*) ai portatori dei titoli (chiamati anche *noteholders*).

Il 29 maggio 1999 è entrata in vigore in Italia la legge 30 aprile 1999 n. 130 recante «*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*»¹. Con tale legge il Legislatore ha dato riconoscimento normativo alle operazioni di cartolarizzazione, colmando una lacuna del sistema giuridico italiano ed eliminando gli impedimenti normativi, civili e fiscali, che avevano reso, in sua assenza, complicato ed oneroso realizzare un'operazione di cartolarizzazione in Italia.

Prima dell'entrata in vigore della citata legge, le operazioni di *securitisation* erano strutturate mediante complesse architetture contrattuali, basate sull'intervento di soggetti giuridici di diritto estero, in modo da separare la fase di acquisizione dei crediti da parte della società – veicolo da quella di emissione dei titoli, superando, in tal modo, i principali ostacoli posti dalla normativa italiana all'epoca vigente.

In quel periodo, tanto in dottrina quanto nella prassi, si cercava di colmare l'assenza di una legge *ad hoc* applicando, per analogia, alcuni principi della normativa esistente, *in primis* quelli contenuti nella legge sul *factoring*², la quale, tuttavia, ha scopi e funzioni diversi da quelli della cartolarizzazione. Principale differenza tra le operazioni di cartolarizzazione e quelle di *factoring*, è data dal fatto che la società di *factoring* è imprenditore a tutti gli effetti ed ha come interesse la realizzazione di utili, mentre la società – veicolo di un'operazione di cartolarizzazione, pur qualificabile, sotto il profilo giuridico, come imprenditore commerciale, dal punto di vista economico non ha altro interesse se non quello di proteggere gli interessi dei portatori dei titoli attuando la segregazione del portafoglio ceduto dal patrimonio generale della *SPV*³. «*L'equiparazione*

¹ Legge 30 aprile 1999, n. 130, pubblicata nella G.U. n. 111 del 14 maggio 1999, successivamente modificata con legge 14 maggio 2005, n. 80, con d.lgs 13 agosto 2010, n.141 e con d.lgs 14 dicembre 2010, n. 218.

² Legge 21 febbraio 1991, n. 52, pubblicata G.U. del 25 febbraio, n. 47, recante «*Disciplina della cessione dei crediti di impresa*».

³ PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fallimento*, 1999, II, pag. 1178.

normativa tra i due cessionari rischierebbe di causare effetti aberranti per la cartolarizzazione dei crediti⁴».

Il testo della legge sulla cartolarizzazione dei crediti non disciplina nei dettagli le operazioni di cartolarizzazione, ma si limita a fissarne le caratteristiche principali e a prevedere opportune deroghe ai principi generali che ostano al raggiungimento del buon fine dell'operazione e che, in loro assenza, renderebbero il nostro ordinamento non competitivo sulla scena internazionale. Il Legislatore ha voluto lasciare ampio spazio all'autonomia contrattuale degli operatori economici, in quanto, se da un lato una minuziosa regolamentazione comporta una maggiore certezza di diritto, dall'altro costringe gli agenti a rigidi schemi che mal si adattano all'esigenza di dinamicità tipiche dei mercati finanziari.

La l. n. 130/99 esordisce affermando che essa *«si applica alle operazioni cartolarizzate realizzate mediante la cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti⁵».*

Dalla formulazione della norma, sembra logico dedurre che possano esistere delle operazioni di cartolarizzazione, diverse da quelle previste dalla legge in esame, alle quali la legge stessa non si applica. Come osserva Ferro - Luzzi, tuttavia, l'operazione di cartolarizzazione è retta da una normativa speciale fortemente derogatoria dei principi del nostro ordinamento. È difficile immaginare, perciò, che possa realizzarsi un'operazione di cartolarizzazione con una fattispecie diversa da quella prevista dalla l. n. 130/99 senza che questa violi le norme giuridiche generali, e conseguentemente venga dichiarata invalida e inefficace alla luce dei principi del codice civile o del diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria⁶.

⁴ RUCELLAI, *Un progetto normativo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pag. 164.

⁵ Art.1, comma 1, l. n. 130/99.

⁶ FERRO – LUZZI, *Commento sub. art. 1*, in FERRO – LUZZI e PISANTI (a cura di), *La cartolarizzazione. Commento alla legge n.130/99*, Milano, 2005, pag. 138 ss.

Va sottolineato, inoltre, come la cessione sia uno degli elementi centrali di un fenomeno più ampio e complesso. In particolare, nel caso in cui la cessione abbia ad oggetto una pluralità di crediti, la norma richiede che essi siano «*individuabili in blocco*». Nei provvedimenti applicativi della legge in materia di cartolarizzazione si definiscono crediti individuabili in blocco «*l'insieme dei crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l'omogeneità giuridico - finanziaria degli stessi*⁷». Come afferma La Licata, l'individuabilità in blocco deve essere valutata alla luce del profilo funzionale dell'operazione. I crediti devono essere selezionati sulla base di criteri atti a soddisfare un interesse unitario, il quale, nel caso delle operazioni di cartolarizzazione, è quello di isolare un insieme di crediti al fine di renderne possibile la destinazione in via esclusiva al soddisfacimento dell'interesse dei portatori dei titoli. La pluralità dei crediti inseriti nel contratto diventa “blocco”, cioè “patrimonio”, ed acquista una propria oggettività. La sua identità non cambia in ragione delle sorti dei singoli crediti che la compongono e il profilo di rischio viene calcolato sull'intero portafoglio, tenendo conto della correlazione tra ogni elemento che ne fa parte⁸.

In tema di criteri atti ad individuare un blocco di crediti oggetto di cessione nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, gli operatori hanno dovuto affrontare, tra gli altri, il problema di scegliere dei criteri che possano essere comprensibili ai debitori ceduti, in modo da assicurare a questi ultimi una precisa ed inequivocabile informazione sulla sorte dei propri rapporti giuridici.

In merito la Banca d'Italia ha stabilito che per rapporti giuridici individuabili in blocco s'intendono i crediti, i debiti e i contratti che presentano un comune elemento distintivo che può essere, ad esempio, la forma tecnica, il settore economico di destinazione, la tipologia della controparte, l'area territoriale o «*qualunque altro elemento comune che consenta l'individuazione del complesso*

⁷ Art. 1, comma 1, lett. g), decreto del Ministro del Tesoro 13 maggio 1996, come modificato dall'art. 2, del decreto del Ministro del Tesoro 4 aprile 2001.

⁸ LA LICATA, *Commento sub. art. 1*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 140 ss.

*dei rapporti ceduti*⁹». L'Autorità di Vigilanza ha, inoltre, previsto che in occasione della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, nel rendere nota la cessione, vadano indicati gli «*elementi distintivi che consentano l'individuazione dell'oggetto della cessione [...] attraverso i quali ogni interessato può acquisire informazioni sulla propria situazione*¹⁰».

Sull'argomento si è espresso anche il Garante per la protezione dei dati personali, il quale ha disposto che ai sensi dell'art. 13, comma 5, lett. c) del d.lgs 30 giugno 2003, n. 196¹¹ (in seguito Codice sulla privacy), i cessionari di crediti

⁹ Comunicazione della Banca d'Italia del 16 luglio 2001, recante «*Operazioni di cessione di rapporti giuridici da parte di intermediari finanziari non bancari*».

¹⁰ Istruzioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 229 del 21 aprile 1999, Titolo III, Capitolo 5, Sezione II.

¹¹ Art. 13, d.lgs n. 196/2003, «*Informativa - 1. L'interessato o la persona presso la quale sono raccolti i dati personali sono previamente informati oralmente o per iscritto circa:*

a) le finalità e le modalità del trattamento cui sono destinati i dati;

b) la natura obbligatoria o facoltativa del conferimento dei dati;

c) le conseguenze di un eventuale rifiuto di rispondere;

d) i soggetti o le categorie di soggetti ai quali i dati personali possono essere comunicati o che possono venirne a conoscenza in qualità di responsabili o incaricati, e l'ambito di diffusione dei dati medesimi;

e) i diritti di cui all'articolo 7;

f) gli estremi identificativi del titolare e, se designati, del rappresentante nel territorio dello Stato ai sensi dell'articolo 5 e del responsabile. Quando il titolare ha designato più responsabili è indicato almeno uno di essi, indicando il sito della rete di comunicazione o le modalità attraverso le quali è conoscibile in modo agevole l'elenco aggiornato dei responsabili. Quando è stato designato un responsabile per il riscontro all'interessato in caso di esercizio dei diritti di cui all'articolo 7, è indicato tale responsabile.

2. L'informativa di cui al comma 1 contiene anche gli elementi previsti da specifiche disposizioni del presente codice e può non comprendere gli elementi già noti alla persona che fornisce i dati o la cui conoscenza può ostacolare in concreto l'espletamento, da parte di un soggetto pubblico, di funzioni ispettive o di controllo svolte per finalità di difesa o sicurezza dello Stato oppure di prevenzione, accertamento o repressione di reati.

3. Il Garante può individuare con proprio provvedimento modalità semplificate per l'informativa fornita in particolare da servizi telefonici di assistenza e informazione al pubblico.

in blocco possano effettuare l'informativa prevista dallo stesso art. 13 in forma non individualizzata, «a condizione che le informazioni previste dallo stesso articolo siano rese comunque conoscibili, in modo tale da consentire l'individuazione univoca, secondo parametri obiettivi e predeterminati, delle posizioni debitorie oggetto della cessione¹²».

Alla luce di queste disposizioni la società cessionaria, per prassi, in occasione della pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, elenca i crediti ceduti utilizzando come riferimenti dei dati che univocamente identificano il rapporto ceduto e dei quali i debitori sono a conoscenza. Si evita, in sostanza, di pubblicare dati di identificazione noti solamente all'*originator*, ma sconosciuti o non conoscibili dal debitore ceduto.

Una riflessione merita la possibilità, prevista dalla legge in esame, che l'operazione abbia per oggetto la cartolarizzazione di crediti futuri. In tal caso sui portatori dei titoli grava, oltre al rischio di credito, anche il rischio di mancata venuta ad esistenza dei crediti facenti parte del portafoglio a garanzia dei portatori stessi.

4. Se i dati personali non sono raccolti presso l'interessato, l'informativa di cui al comma 1, comprensiva delle categorie di dati trattati, è data al medesimo interessato all'atto della registrazione dei dati o, quando è prevista la loro comunicazione, non oltre la prima comunicazione.

5. La disposizione di cui al comma 4 non si applica quando:

a) i dati sono trattati in base ad un obbligo previsto dalla legge, da un regolamento o dalla normativa comunitaria;

b) i dati sono trattati ai fini dello svolgimento delle investigazioni difensive di cui alla legge 7 dicembre 2000, n. 397, o, comunque, per far valere o difendere un diritto in sede giudiziaria, sempre che i dati siano trattati esclusivamente per tali finalità e per il periodo strettamente necessario al loro perseguimento;

c) l'informativa all'interessato comporta un impiego di mezzi che il Garante, prescrivendo eventuali misure appropriate, dichiara manifestamente sproporzionati rispetto al diritto tutelato, ovvero si riveli, a giudizio del Garante, impossibile».

¹² Bollettino del Garante per la protezione dei dati personali, 18 gennaio 2007, n. 79, «Cessione in blocco e cartolarizzazione dei crediti».

Un primo problema è quello relativo alla definizione di credito futuro agli effetti della l. n. 130/99. A tal proposito si è espresso il Ministro del Tesoro stabilendo che per crediti futuri s'intendono: «*i crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente*¹³». Tale formulazione implica un giudizio di previsione della possibilità di nascita del credito sulla base dell'attività dell'*originator*. Di conseguenza la cartolarizzazione di crediti futuri rende impossibile la separazione dei crediti futuri facenti parte del portafoglio ceduto dal patrimonio del cedente minando uno dei principi cardine che caratterizzano le operazioni di cartolarizzazione¹⁴.

In sostanza, da tale definizione, si può dedurre che possano essere oggetto di cessione i crediti maturati e non fatturati, i crediti futuri da contratti conclusi e i crediti futuri da contratti non conclusi. Non sono, invece, cartolarizzabili i proventi futuri¹⁵.

Ulteriori dubbi sorgono anche in merito alla legittimità dell'emissione dei titoli in relazione alla cessione di crediti futuri, in quanto verrebbe a mancare la garanzia patrimoniale costituita dai crediti.

Le norme dettate per la compravendita di cose future, in particolare l'art. 1472 c.c., stabiliscono che «*l'acquisto della proprietà si verifica non appena la cosa viene ad esistenza*». Si può concludere che il credito futuro verrà trasferito al patrimonio separato solo nel momento in cui verrà ad esistenza. Di qui la particolare pericolosità nella cessione dei crediti futuri, che sarà tanto maggiore quanto più lungo sarà l'arco temporale che dovrà trascorrere prima che il credito venga ad esistenza¹⁶.

¹³ Art. 1, comma 1, lett. h), decreto del Ministro del Tesoro 13 maggio 1996, come modificato dall'art. 2, del decreto del Ministro del Tesoro 4 aprile 2001.

¹⁴ FERRO - LUZZI, *Commento sub. art. 1*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.* pag., 153.

¹⁵ DI BAIA, *Commento sub. art. 2, comma 4*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.* pag., 227.

¹⁶ SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, pag. 442.

Di conseguenza, la valutazione del rischio sostenuto dai portatori dei titoli sarà, ovviamente, di più difficile determinazione, rispetto al giudizio sul rischio di credito relativo a crediti esistenti, in quanto l'insorgenza del credito, la data della stessa, l'ammontare del credito, nonché la data in cui questo sarà esigibile sono estremamente aleatorie.

La protezione che la l. n. 130/99 stabilisce all'art. 4, comma 2, prevedendo che: «*sui crediti acquistati e sulle somme corrisposte dai debitori ceduti sono ammesse azioni soltanto a tutela dei diritti*» dei portatori dei titoli, diviene di impossibile applicazione, in particolar modo in caso di fallimento del cedente¹⁷.

L'art. 1472 c.c. prosegue al secondo comma stabilendo che, salvo il caso in cui la parti abbiano espresso la volontà di concludere un contratto aleatorio, la vendita è nulla se la cosa non viene ad esistenza¹⁸. Se si ritiene che in un'operazione di cartolarizzazione la cessione di crediti futuri possa avere natura aleatoria per volontà delle parti, la SPV nel caso di mancata venuta ad esistenza dei crediti, non avrebbe alcuna azione nei confronti dell'*originator*, il quale ha comunque il diritto di acquisire il prezzo della cessione. Se si esclude che la cessione dei crediti per causa di cartolarizzazione possa assumere natura aleatoria, la mancata venuta ad esistenza del credito comporterà la nullità della cessione, *ex art. 1472 c.c.*, con diritto della SPV di ripetere il prezzo della cessione, che sarà usato per estinguere il debito nei confronti dei portatori dei titoli¹⁹.

Le difficoltà interpretative e pratiche connesse alla cessione di crediti futuri nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, in particolare per ciò che concerne

¹⁷ FERRO - LUZZI, *Commento sub. art. 1*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 154.

¹⁸ Art. 1472 c.c. «*Vendita di cose future - 1. Nella vendita che ha per oggetto una cosa futura, l'acquisto della proprietà si verifica non appena la cosa viene ad esistenza. Se oggetto della vendita sono gli alberi o i frutti di un fondo, la proprietà si acquista quando gli alberi sono tagliati o i frutti sono separati. 2. Qualora le parti non abbiano voluto concludere un contratto aleatorio, la vendita è nulla, se la cosa non viene ad esistenza*».

¹⁹ SEVERI, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, 2007, pag. 109 ss.

il rischio di mancata venuta ad esistenza dei crediti, hanno notevolmente frenato la diffusione di operazioni di questo genere.

Il tema della cessione sarà approfondito nel capitolo 2 con riguardo a modalità, efficacia e regime di opponibilità. In questa sede ci si limita ad esporre il contenuto dell'art. 4, l. n. 130/99, il quale estende alle cessioni dei crediti poste in essere ai sensi della legge in commento le disposizioni agevolative in materia di pubblicità ed efficacia della cessione contenute nell'art. 58, commi 2, 3 e 4, del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (in seguito t.u.b.), il quale dispone che la notizia dell'avvenuta cessione deve essere resa pubblica, a cura della cessionaria, mediante iscrizione nel Registro delle Imprese e attraverso la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana. Si riserva, inoltre, alla Banca d'Italia la possibilità di prevedere forme integrative di pubblicità. La pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale sostituisce la notifica individuale al debitore ceduto prevista dall'art. 1264 c.c. e rende la cessione efficace nei confronti di quest'ultimo²⁰. L'art. 58 del t.u.b. prosegue stabilendo, al comma 3, che *«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 ceduti²¹»*. Il cessionario sarà, quindi, esonerato dall'onere di far annotare nei registri immobiliari l'avvenuto trasferimento a suo favore delle ipoteche costituite a garanzia dei crediti ceduti, nonché delle garanzie personali, alleggerendo notevolmente i costi di transazione.

²⁰ Art. 1264 c.c.: *«Efficacia della cessione riguardo al debitore ceduto – 1. La cessione ha effetto nei confronti del debitore ceduto quando questi l'ha accettata o quando gli è stata notificata. 2. 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»*.

²¹ Art. 58, commi 3 e 4, t.u.b..

A partire dalla data di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della notizia di avvenuta cessione sono ammesse azioni sui crediti acquistati e sulle somme corrisposte dai debitori ceduti soltanto a tutela dei diritti dei portatori dei titoli e di coloro i quali vantano crediti nei confronti della SPV in relazione ai costi dell'operazione. Dalla stessa data la cessione dei crediti è opponibile agli altri aventi causa del cedente il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore e ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione²².

Importante deroga alla disciplina fallimentare è contenuta nei commi 3 e 4 dell'art. 4 della legge sulla cartolarizzazione, rispettivamente per ciò che concerne il fallimento dei debitori ceduti e quello dell'*originator*: «*ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applica l'art. 67 del r.d. 16 marzo 1942, n. 267*» (in seguito l. fall.) sulla revocatoria fallimentare e «*per le operazioni di cartolarizzazioni disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e di un anno previsti dall'art. 67 [l. fall.] sono ridotti, rispettivamente, a sei ed a tre mesi*».

L'obiettivo di tali disposizioni è quello di isolare il rischio del portafoglio da quello del cedente e del cessionario, in quanto la segregazione dei crediti ceduti rappresenta uno degli scopi fondamentali dell'operazione²³ a scapito del principio della *par condicio creditorum*.

Per quanto riguarda la società – veicolo, la l. n. 130/99 precisa che il cessionario deve avere le caratteristiche previste dall'art. 3 della legge stessa e cioè: «*la società cessionaria, o la società emittente se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. I crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare*

²² Art. 4, comma 2, l. n. 130/99.

²³ MODULO – ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, pag. 98.

*l'acquisto dei crediti stessi*²⁴». La società per la cartolarizzazione dei crediti deve essere costituita in forma di società di capitali.

Le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti sono «*destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione*²⁵».

Tale disposizione mira a facilitare il successo delle operazioni di cartolarizzazione, garantendo ai portatori dei titoli, se non la bontà dei crediti ceduti, almeno l'esclusività di destinazione degli stessi all'operazione che ha portato all'emissione dei titoli stessi il cui rendimento e rimborso dipende dal destino dei crediti stessi²⁶.

All'art. 2 della l. n. 130/99 si chiarisce la natura dei titoli emessi definendoli «*strumenti finanziari*» soggetti alle disposizioni del d.lgs n. 58/98 (in seguito t.u.f.). Tale disposizione induce a chiedersi se il Legislatore avesse voluto aggiungere un'ulteriore categoria di strumenti finanziari rispetto a quelle già elencate nell'art. 1, comma 1 del t.u.f. ovvero sia da ricondurre i titoli ad una delle categorie già previste.

Alcuni autori, tra cui Guerrieri, hanno rilevato un'analogia con i titoli obbligazionari, poiché in seguito all'emissione dei titoli i sottoscrittori versano alla società emittente una somma di denaro che hanno diritto di vedersi restituita, in termini di capitale più interessi, grazie ai flussi di cassa generati dal portafoglio ceduto²⁷.

In senso contrario si sono espressi altri autori, come Rucellai, il quale nota come, nel caso di un prestito obbligazionario, l'emittente ha l'obbligo di restituire il prestito ricevuto e la garanzia dell'adempimento da parte dell'emittente è costituita dal patrimonio dell'emittente stesso. A conferma di

²⁴ Art. 3, commi 1 e 2, l. n. 130/99.

²⁵ Art. 1, comma 1, lett. b), l. n. 130/99.

²⁶ MODULO – ZACCAGNINI, *op. cit.*, pag. 81 ss.

²⁷ GUERRIERI, *Commento sub. art. 2*, in MAFFEI – ALBERTI (a cura di), *Commentario Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Nuove leggi civ.*, 2000, II, pag. 1016 ss.

questa tesi vi è anche l'espressa dichiarazione di inapplicabilità ai titoli emessi dalla società – veicolo degli artt. dal 2410 al 2420 c.c. e dell'art. 11, comma 2, del testo unico bancario²⁸.

I titoli emessi *ex lege* n. 130/99 sono da altri autori inquadrati tra i «*titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali*» di cui all'art.1, comma 2, lett. b), t.u.f. ovvero tra i contratti derivati di credito.

Questi ultimi sono «*una famiglia di contratti che ha per oggetto l'assunzione di rischio di credito senza peraltro trasferire il credito sottostante e senza ricorrere a un negozio di garanzie personali o reali*»²⁹.

Tra i derivati di credito Rucellai sostiene che i titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione abbiano maggiori affinità con le *credit – linked notes*, «*la cui particolarità sta nel fatto che il pagamento del capitale a scadenza e degli interessi è condizionato dal pagamento del capitale e degli interessi di un titolo di riferimento emesso da un terzo (rischio di riferimento)*»³⁰. Nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione il rischio di riferimento è costituito dall'andamento del portafoglio di crediti ceduto e dall'effettiva disponibilità, a favore dei portatori dei titoli, del flusso finanziario collegato agli incassi dei pagamenti dei crediti stessi. La garanzia per i *noteholders* è costituita dal portafoglio ceduto, non dal patrimonio della società emittente. Negli ordinamenti di *common law*, infatti, i titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione sono denominati *asset – backed securities* (in breve *ABS*), cioè titoli garantiti da attivi (diversi dal patrimonio dell'emittente)³¹.

Vi è, infine, tra gli autori chi nega che tra le fattispecie di strumenti finanziari elencati nel t.u.f. ve ne sia una idonea a contenere i titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione³².

²⁸ RUCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, pag. 413 ss.

²⁹ CAPUTO – NASSETTI, *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998, pag. 3.

³⁰ CAPUTO – NASSETTI, *op. cit.*, pag. 77.

³¹ RUCELLAI, *op. cit.*, pag. 415 ss.

³² MODULO – ZACCAGNINI, *op. cit.*, pag. 83 ss.

Quanto alla riconducibilità dei titoli emessi in un'operazione di cartolarizzazione tra i titoli di credito, Murtas afferma che la *ratio* di un'operazione di cartolarizzazione è quella di “mobilizzare” il rischio di credito per renderlo accessibile ad un ampio pubblico di investitori e che, nonostante non ci sia nella l. n. 130/99 un richiamo esplicito alle norme sui titoli di credito, esse si possano applicare in via analogica³³.

Secondo la dottrina prevalente, sembrano potersi applicare i principi fondamentali del diritto cartolare e il concetto di “incorporazione” del diritto nella *cartula*, il quale determina l'indipendenza del rapporto cartolare rispetto a quello del sottostante.

Il principio della letteralità è sicuramente invocabile con la conseguenza che l'intero contenuto dell'operazione è opponibile ai sottoscrittori. È applicabile anche il principio dell'autonomia in conseguenza della quale la posizione di ogni possessore è indipendente da quella dei precedenti. Per ciò che concerne l'astrattezza, intesa come mancato richiamo nel titolo del rapporto causale che ha dato luogo alla loro emissione, essa non sembra riscontrabile, poiché il sottoscrittore assume il rischio di credito del portafoglio cartolarizzato. La mancanza di tale requisito sembra, tuttavia, non costituire un ostacolo all'inquadramento dei titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione tra i titoli di credito, visto che il principio dell'astrattezza non è riconosciuto unanimemente in dottrina come indefettibile nei titoli di credito³⁴. L'esecutività dei titoli emessi *ex lege* n. 130/99 risulta mitigata, in quanto il possessore legittimato potrà a scadenza del titolo stesso, far valere un titolo esecutivo sul patrimonio separato costituito dal portafoglio ceduto in occasione dell'operazione, ma eventuali contestazioni all'emittente circa gli effetti di una

³³ MURTAS, *Commento sub. art. 2*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 170.

³⁴ In tema di dubbia riconducibilità tra i titoli di credito per mancanza del principio di astrattezza, si ricorda il dibattito per quanto concerne le azioni di società, le quali offrono un esempio di titoli causali, per l'interconnessione con la normativa indisponibile del capitale e per l'interferenza che si potrebbe verificare tra titoli dello stesso emittente. Si rinvia a PARTESOTTI – MANENTE – URBANI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 2005, pag. 116 ss.

mancata diligenza dei soggetti coinvolti nell'operazione non potranno che formare oggetto di un separato giudizio di cognizione³⁵.

L'art. 2 della l. n. 130/99 prosegue prevedendo l'obbligo per la società cessionaria o per la società emittente, se diversa dalla cessionaria, di redigere un prospetto informativo (c.d. *offering circular*) fissandone, inoltre, il contenuto minimo nel caso in cui i titoli oggetto dell'operazione di cartolarizzazione siano offerti ad investitori professionali.

Tale documento ha la funzione di garantire la trasparenza e l'informazione relativamente ai principali rapporti giuridici ed economici sottostanti all'operazione di cartolarizzazione, rappresentando, così, un significativo elemento di tutela degli investitori³⁶.

Il prospetto deve fornire indicazioni in merito ai soggetti che partecipano all'operazione; in particolare con riferimento al cedente, alla società cessionaria, ai soggetti incaricati di curare l'emissione e il collocamento dei titoli e a quello incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento (c.d. *servicer*). Quest'ultimo ha, tra gli altri, anche il compito di verificare la conformità delle operazioni alla legge e al prospetto informativo.

Nell'*offering circular* devono, inoltre, essere descritte le caratteristiche dell'operazione, sia per quanto concerne i crediti ceduti, che per i titoli emessi per finanziarla.

Devono essere indicate «*le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati*» e quelle in presenza delle quali quest'ultima «*può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli*» (c.d. *eligible investments*).

Eventuali «*operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione*», devono essere specificate nel prospetto.

³⁵ MURTAS, *Commento sub. art. 2*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *loc cit.*.

³⁶ MODULO – ZACCAGNINI, *op. cit.*, pag. 84.

È previsto l'obbligo di riportare anche «*il contenuto minimo essenziale dei titoli emessi e l'indicazione delle forme di pubblicità del prospetto*» stesso idonee a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli, nonché «*i costi dell'operazione e le condizioni alle quali l'emittente può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, indicando gli utili previsti dall'operazione e il percettore*».

Nell'ipotesi in cui sussistano rapporti di partecipazione tra il cedente e il cessionario, questi vanno descritti nell'*offering circular*.

Ai titoli *ABS*, in quanto strumenti finanziari, nell'eventualità di una loro quotazione in un mercato regolamentato, si applicano, tra gli altri, anche gli artt. 94 ss. t.u.f. (riguardanti l'offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti) e l'art. 113 t.u.f. (*Ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari*), nonché le disposizioni secondarie ivi richiamate. Tali norme sono frutto del recepimento nel nostro ordinamento giuridico della c.d. *prospectus directive*³⁷, ai sensi della quale la società emittente le *asset – backed securities* nella quale l'Italia è stato membro d'origine, pubblica un prospetto di ammissione alle negoziazioni il cui contenuto è disciplinato dal regolamento Consob n. 11971/99³⁸.

Tra i documenti da allegare alla comunicazione del prospetto in questione, la Consob dispone che vi sia anche una dichiarazione da parte dell'emittente, nella quale si attesti che il prospetto contenga tutte le informazioni previste richieste dall'art. 94, comma 2, t.u.f.³⁹. Secondo quest'ultimo tale documento deve contenere «*in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti*

³⁷ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'Unione Europea del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, recepita in Italia con il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, il quale apporta, al fine dell'attuazione della citata direttiva, modifiche ed integrazioni al t.u.f..

³⁸ «Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti», adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato.

³⁹ Allegato II, tavola 8, regolamento Consob n. 11971/99.

finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti». Tale dichiarazione di responsabilità rappresenta un ulteriore elemento di tutela per gli investitori predisposto dal nostro ordinamento.

Si osserva, inoltre, che ai fini dell'applicazione della direttiva 2003/71/CE rileva la definizione di Stato membro d'origine così come risulta dall'art. 2, paragrafo 1, lett. m), ii) della direttiva stessa, secondo cui *«per l'emissione di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale il cui valore nominale unitario è di almeno 1.000 euro e per l'emissione di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale che conferiscono il diritto di acquisire titoli negoziabili o di ricevere un importo in contanti mediante conversione o esercizio dei diritti che essi conferiscono, purché l'emittente degli strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale non sia l'emittente degli strumenti finanziari sottostanti o un'entità appartenente al gruppo di quest'ultimo emittente, lo Stato membro in cui l'emittente ha la sua sede sociale, o nel quale gli strumenti finanziari sono stati o sono destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o nel quale gli strumenti finanziari sono offerti al pubblico, a scelta dell'emittente, dell'offerente o della persona che chiede l'ammissione, secondo il caso. Lo stesso regime è applicabile a strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale in una valuta diversa dall'euro, a condizione che il valore di una tale denominazione minima sia pressoché equivalente a 1.000 euro».* La normativa applicata dipenderà, dunque, dallo Stato membro d'origine, in quanto ogni Stato appartenente all'Unione Europea recepirà la stessa con proprie leggi nazionali.

Vista la possibilità data dalla norma di scegliere come stato membro d'origine, per i titoli il cui valore nominale è di almeno 1.000 euro, tra quello in

cui l'emittente ha la sede legale e quello in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione, in genere, per quanto riguarda i titoli *ABS*, si tenderà ad optare per lo Stato in cui la normativa è meno stringente.

L'art. 5 della legge sulla cartolarizzazione dei crediti si occupa di definire la disciplina applicabile dai titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione. Al primo comma si stabilisce che a questi si applichino gli artt. 129 e 143 t.u.b.. Il primo, rubricato «*Emissione di strumenti finanziari*⁴⁰», stabilisce che la Banca d'Italia può richiedere all'emittente o all'offerente di strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari e lascia all'Autorità di vigilanza il compito di emanare disposizioni attuative in merito, mentre il secondo di tali articoli recante «*Emissioni di valori mobiliari*» è stato abrogato dall'art. 1, comma 9, d.lgs. n. 303/2006.

Il secondo comma dell'art. 5, l. n. 130/99 precisa, al contrario, quali disposizioni, civilistiche e di normativa bancaria, non trovano applicazione in materia di cartolarizzazioni. In specie non si applicano il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico ai soggetti diversi dalle banche previsto all'art. 1, comma 2, t.u.b., né i limiti quantitativi alla raccolta previsti dalla normativa vigente e nemmeno gli artt. da 2410 a 2420 del codice civile. Questi ultimi disciplinano l'emissione di obbligazioni definendo il contenuto delle obbligazioni, i diritti degli obbligazionisti, i limiti all'emissione di un prestito obbligazionario, l'organizzazione degli obbligazionisti in assemblea e prevedono la nomina di un rappresentante comune degli stessi, al quale vengono assegnati obblighi e poteri a tutela dei diritti degli obbligazionisti che egli rappresenta. La l. n. 130/99 tace in merito alla figura di un rappresentante dei portatori dei titoli. Quest'ultimo è stato invece previsto dalle disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti INPS contenute nella legge del 23 dicembre 1998, n. 448 recante «*Misure*

⁴⁰ Articolo sostituito prima dall'art. 64, comma 21, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, e, da ultimo, dall'art. 1, comma 7, d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303.

di finanza pubblica per la stabilizzazione e lo sviluppo». Nonostante la legge sulla cartolarizzazione dei crediti non preveda la nomina di un rappresentante dei portatori dei titoli, è prassi comune l'individuazione del c.d. *Representative of Noteholders* o, più brevemente, *RON* con tale funzione.

Nel capitolo 4 del presente elaborato sarà approfondito il ruolo del rappresentante dei portatori dei titoli.

Per quanto riguarda il regime fiscale dei titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, l'art. 6, comma 1, l. n. 130/99 equipara questi ultimi alle obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate nei mercati regolamentati italiani e titoli simili. Ne deriva l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 20% ai sensi del d.lgs. 1 aprile 1996, n. 239.

Il terzo e il quarto comma dell'art. 6, l. n. 130/99, contengono la disciplina contabile e fiscale transitoria per le operazioni di cartolarizzazione effettuate entro due anni dall'entrata in vigore della legge in commento. In tal senso è disposto che le perdite di valore sugli attivi ceduti e sulle garanzie prestate, nonché sugli accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie, possano essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali e debbano essere trasferiti al conto economico a quote costanti nell'esercizio in cui è stata effettuata l'operazione e nei quattro anni successivi. L'obiettivo perseguito dalla norma era quello di contribuire a sostenere lo sviluppo iniziale del mercato italiano delle cartolarizzazioni. La notevole entità degli attivi destinabili alla cartolarizzazione avrebbe potuto comportare per i soggetti cedenti un aggravio di oneri sottoforma, ad esempio, di sconti sugli attivi e rilascio di garanzie a copertura dei rischi dell'operazione, tali da frenare la diffusione delle operazioni di *securitisation*. La scelta del Legislatore di prevedere la possibilità di distribuire nel tempo tali costi, che altrimenti andrebbero imputati interamente all'esercizio in cui si sono manifestati, si è rivelata un utile incentivo all'avvio in Italia di operazioni di cartolarizzazione⁴¹.

Il terzo comma dell'art. 6 conclude disponendo che *«delle operazioni di cartolarizzazione, delle eventuali diminuzioni di valore e degli accantonamenti*

⁴¹ RENZI, *Commento sub. art. 6*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 428 ss.

non ancora inclusi nel conto economico occorre fornire indicazione nella nota integrativa di bilancio».

La legge sulla cartolarizzazione dei crediti, all'art. 7, prevede l'applicazione della legge in commento, nei limiti della compatibilità, anche alle operazioni c.d. di *sub – participation* (lett. a)) e della cessione dei crediti a fondi di investimento (lett. b))⁴².

Le operazioni di *sub – participation*, di frequente utilizzo nella prassi anglosassone, si sostanziano in una duplice operazione di finanziamento: una, posta in essere dai sottoscrittori dei titoli a favore della *SPV*, l'altra, effettuata dal veicolo a favore dell'*originator*. La società – veicolo, emettendo i titoli, ottiene il denaro necessario per finanziare l'*originator*; quest'ultimo, ricevuto il finanziamento, si obbliga a restituirlo alla società emittente e, per suo tramite, ai portatori dei titoli, riservando loro i flussi di cassa provenienti da un portafoglio di crediti specificatamente individuato, facente parte del patrimonio dell'*originator* stesso⁴³. In questa operazione non avviene alcuna cessione. Per questo il secondo comma dell'art. 7 della l. n. 130/99 precisa che «*i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti, rispettivamente, al soggetto finanziato e al soggetto finanziatore*».

Le disposizioni di cui alla lett. b) hanno introdotto, anche in Italia, lo schema seguito per attuare operazioni di cartolarizzazione in Francia e in Spagna, mediante cessione di credito ad un fondo comune di investimento. La caratteristica di tale struttura sta nel fatto che il cessionario non è una società – veicolo, bensì un'entità, il fondo d'investimento, sprovvista di personalità giuridica e avente natura di comproprietà tra i sottoscrittori delle quote di

⁴² Art. 7, comma 1, l. n. 130/99: «*Altre operazioni – Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili:*

- a) *alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli;*
- b) *alle cessioni a fondi comuni di investimento, aventi ad oggetto crediti, costituiti ai sensi del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58».*

⁴³ GUERRIERI, *Commento sub. art. 7*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1153.

partecipazione al fondo. La cartolarizzazione degli attivi avviene, in questa ipotesi, mediante l'emissione delle quote del fondo, le quali costituiscono valori mobiliari negoziabili sul mercato dei capitali⁴⁴. Tale metodo di cartolarizzazione non ha avuto molto successo in Italia, perché la costituzione di un fondo è più costosa rispetto a quella di una società – veicolo; tuttavia «*non vi è motivo perché la legge non possa consentire operazioni secondo il modello franco - spagnolo*⁴⁵».

A conclusione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti, gli artt. 7-bis e 7-ter⁴⁶ disciplinano le obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*).

In merito a tali titoli in questa sede ci si limita a fornire una breve descrizione del fenomeno evidenziandone le principali differenze, rispetto ad un'operazione di cartolarizzazione "classica", soprattutto per ciò che concerne la tutela dei portatori dei titoli.

I *covered bonds* sono titoli emessi da una banca, che contestualmente eroga un finanziamento subordinato a favore di una società, comunemente chiamata "garante" o "*guarantor*", la quale utilizza il prestito per acquistare attivi di elevata qualità creditizia cedute gli dall'*originator*, il quale può coincidere o meno con la banca emittente. Tali attivi, come nel caso di un'operazione di cartolarizzazione, costituiscono un patrimonio separato all'interno della società garante. A valere su tale patrimonio separato il *guarantor* stesso presta garanzia in favore dei portatori dei titoli.

In un'operazione di emissione di obbligazioni bancarie garantite i meccanismi di separazione patrimoniale sono gli stessi di quelli previsti in

⁴⁴ LISANTI, *Gli intermediari finanziari coinvolti in un'operazione di securitization*, in PARDOLESI (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Milano, 1999, pag. 118.

⁴⁵ Relazione n. 5058 A della VI Commissione permanente (Finanze) presentata alla Presidenza il 22 febbraio 1999 sul disegno di legge presentato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (Ciampi) di concerto con il Ministro delle finanze (Visco) – *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*. Relatore: Targhetti.

⁴⁶ Articoli aggiunti dall'art. 2, comma 4-ter del d.l. 14 marzo 2005, n. 35 convertito dalla l. 14 maggio 2005, n. 80, recante «*Disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale*».

un'operazione di cartolarizzazione. L'art. 7-bis esordisce, infatti, prevedendo l'applicazione degli artt. 3, commi 2 e 3, e 4 della l. n. 130/99.

In sostanza alla garanzia sulla *res*, cioè la segregazione dei crediti ceduti alla società garante e la loro destinazione, insieme ai flussi di cassa da essi generati, alla soddisfazione esclusiva dei portatori dei titoli, delle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti e degli altri contratti accessori e al pagamento dei costi dell'operazione, se ne aggiungono altre di tipo personale: quella generica sul patrimonio della banca emittente *ex art. 2740 c.c.* e l'impegno autonomo del garante, in caso di *default* dell'emittente⁴⁷.

A differenza di quanto previsto per le operazioni di cartolarizzazione, la legge precisa quali possano essere gli attivi oggetto della cessione e cioè: «*crediti fondiari e ipotecari, crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime, anche individuabili in blocco, nonché i titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura*⁴⁸».

Si dispone, inoltre, che l'emissione di obbligazioni bancarie garantite sia un'operazione riservata a banche, le quali devono rispettare i criteri previsti dalle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia: le banche emittenti devono essere «*dotate di elevata patrimonializzazione in considerazione delle specifiche caratteristiche del mercato dei covered bonds e dell'esigenza di tutelare i creditori diversi dai portatori delle obbligazioni garantite, la cui garanzia patrimoniale è attenuata per effetto della cessione di attivi bancari di elevata qualità*⁴⁹». In particolare l'emissione di *covered bonds* può essere effettuata solo da banche facenti parte di gruppi bancari aventi un patrimonio di vigilanza consolidato non inferiore a 500 milioni di euro e un coefficiente patrimoniale complessivo a livello consolidato non inferiore al 9%. Nel caso in cui la banca

⁴⁷ GALANTI – MARANGONI, *La disciplina italiana dei Covered Bond*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 58, Banca d'Italia, Roma, giugno 2007, pag. 9.

⁴⁸ Art. 7-bis, comma 1, l. n. 130/99.

⁴⁹ *Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia* del 15 maggio 2007, «*Disciplina delle obbligazioni bancarie garantite*», premessa, Sez. 1, par. 1.

non faccia parte di un gruppo bancario, tali requisiti devono essere riferiti al patrimonio di vigilanza ed al coefficiente patrimoniale complessivo a livello individuale⁵⁰.

Per quanto riguarda il cessionario, l'art. 7-*bis* della l. n. 130/99 dispone che essa sia una società il cui oggetto esclusivo sia l'acquisto di crediti e titoli, «mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre».

La garanzia viene effettivamente attivata in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente. In tale evenienza la *SPV* provvederà, in via esclusiva e nei limiti del patrimonio separato, all'adempimento dei *covered bonds* secondo l'originario piano di ammortamento del prestito, subentrerà nei diritti dei portatori dei titoli nei confronti della liquidazione, utilizzerà le risorse ottenute dai riparti della procedura per i pagamenti dovuti nei confronti dei *bondholders* ed, infine, estinguerà il prestito subordinato nei confronti della banca che ha finanziato l'acquisto del patrimonio ceduto in garanzia⁵¹.

Ulteriore previsione a tutela dei portatori dei titoli, assente nella regolamentazione delle operazioni di cartolarizzazione, è il rispetto del rapporto massimo tra il valore delle obbligazioni bancarie garantite e quello delle attività cedute. Tale rapporto va assicurato dalla banca cedente ovvero, se diversa, dalla banca emittente, in via continuativa, per l'intera durata dell'operazione e si basa su tre differenti parametri:

i. il valore nominale complessivo delle attività incluse nel patrimonio separato deve essere almeno pari al valore nominale delle obbligazioni bancarie garantite in essere;

ii. il valore attuale netto delle attività cedute al fine dell'emissione dei *covered bonds* deve risultare almeno pari al valore attuale netto delle

⁵⁰ Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia, *op. cit.*, Sez. II, par. 1.

⁵¹ Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 14 dicembre 2006, n. 310, recante: «Regolamento di attuazione dell'articolo 7-*bis* della legge 30 aprile 1999, n. 130 in materia di obbligazioni bancarie garantite», art. 4, comma 3.

obbligazioni bancarie garantite in essere. In questo calcolo si tiene conto di tutti i costi dell'operazione gravanti sulla cessionaria;

iii. gli interessi e gli altri proventi generati dagli attivi inclusi nel patrimonio ceduto, al netto dei costi della *SPV*, devono essere sufficienti a coprire gli interessi ed i costi dovuti dall'emittente, sui titoli emessi, tenendo conto degli eventuali contratti derivati di copertura del rischio stipulati ai fini dell'operazione⁵².

Poiché tali vincoli devono essere rispettati nel continuo, qualora il patrimonio segregato ai fini dell'operazione risultasse squilibrato, nel senso che il valore dei titoli eccedesse quello degli attivi ceduti, questi ultimi dovranno essere reintegrati dalla banca emittente, attraverso la cessione di ulteriori attivi, appartenenti alle categorie previste dall'art. 7-bis, l. n. 130/99, la costituzione di depositi bancari ovvero mediante la cessione di titoli emessi dalle medesime banche aventi scadenza residua non superiore ad un anno. L'integrazione mediante costituzione di depositi bancari o cessione di titoli emessi dalle stesse banche può avvenire nel limite del 15% del valore nominale delle attività appartenenti al patrimonio separato⁵³.

Infine, come per le operazioni di cartolarizzazione, anche per quanto riguarda le emissioni di obbligazioni bancarie garantite, la l. n. 130/99 prevede alcune disposizioni in materia fallimentare che mirano a salvaguardare le operazioni di *securitisation* dai rischi rivenienti dal fallimento dei debitori ceduti o dell'*originator*. In specie è richiamata l'applicazione dell'art. 4, comma 3 della legge in commento, il quale, si ricorda, prevede un'esenzione della revocatoria per i pagamenti effettuati dai debitori ceduti a favore della cessionaria, che restano quindi stabilmente acquisiti al patrimonio separato ai fini dell'operazione. In ipotesi di fallimento del cedente, viene richiamata la riduzione dei termini di revocatoria, previsti dall'art. 67, commi 1 e 2, l. fall., rispettivamente a sei e a tre mesi. Infine, ai finanziamenti concessi alla società – veicolo ed alle garanzie da essa prestate, si applica l'art. 67, comma 3, l. fall..

⁵² Art. 3, d.m. n. 130/2006.

⁵³ Art. 2, comma 3, d.m. n. 130/2006.

L'importanza di tale disposizione sta nel fatto che isola dalla possibilità della revocatoria fallimentare sia il finanziamento subordinato concesso alla banca cedente al veicolo, sia la garanzia prestata dal veicolo a favore dei portatori dei titoli.

1.2. Le operazioni di cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria

Le operazioni di cartolarizzazione possono soddisfare molteplici obiettivi e offrono numerosi vantaggi, sia per i soggetti direttamente coinvolti, sia a livello macroeconomico e sociale.

Uno dei maggiori punti di forza delle *asset – backed securities* (in breve *ABS*) è rappresentato dalla loro flessibilità: in pratica spesso si è in grado di definire preventivamente le caratteristiche dei titoli da emettere in modo da rispondere a specifiche, e talvolta uniche, richieste da parte degli investitori, creando degli strumenti finanziari “su misura” rispetto alle esigenze di questi ultimi⁵⁴.

Proprio per questo motivo, in ragione dei mutamenti del mercato e delle nuove normative entrate in vigore, si è assistito ad un'evoluzione degli utilizzi di questi titoli da parte degli operatori.

Dal punto di vista dell'*originator*, la *securitisation* ha, ad esempio, permesso l'acquisizione di risorse finanziarie da una fonte alternativa, spesso a minor costo, rispetto ai canali tradizionali, quali il credito bancario o l'emissione diretta di prestiti obbligazionari, permettendo di raggiungere due nuove tipologie di investitori: gli investitori istituzionali in titoli *ABS* e il mercato delle c.d. *commercial papers*⁵⁵. Il minor costo della raccolta di fondi è dovuto dal fatto che

⁵⁴ DAMILANO, *La securitisation dei crediti*, Torino, 2000, pag. 78.

⁵⁵ Le *commercial papers* sono degli strumenti negoziati sui mercati internazionali utilizzati dalle società dotate di un *rating* elevato, le quali riescono, così, a raccogliere fondi per finanziare il fabbisogno di capitale circolante, a breve termine, ad un tasso di interesse inferiore rispetto al credito bancario.

In Italia le *commercial papers* vengono denominate cambiali finanziarie e sono soggette ad una regolamentazione specifica (legge 13 gennaio 1994, n. 43, recante «*Disciplina delle*

il *rating* dei titoli è legato a quello del portafoglio ceduto, non a quello del cedente. Di conseguenza, se il rischio di credito degli attivi ceduti è inferiore rispetto a quello dell'*originator*, i portatori dei titoli esigeranno un tasso d'interesse più basso rispetto ai finanziatori tradizionali. Ciò si traduce con la possibilità per il cedente di diversificare le proprie fonti di finanziamento.

Specularmente, gli investitori hanno visto nelle *asset – backed securities* dei nuovi prodotti finanziari, spesso più attrattivi in termini di rapporto rischio – rendimento rispetto alle alternative d'investimento presenti sul mercato, e le hanno, quindi, impiegate al fine di migliorare la *performance* del proprio portafoglio.

Un altro vantaggio a favore dell'*originator*, che le operazioni di cartolarizzazione hanno permesso di ottenere, consiste nella possibilità di convertire attività relativamente illiquide in denaro attraverso l'emissione di titoli, liberando liquidità utilizzabile per finanziare investimenti più redditizi ovvero per ridurre il rapporto di indebitamento, migliorando, così, il rapporto tra fonti e impieghi, nonché la redditività dell'impresa, con il conseguente aumento del valore aggiunto per gli azionisti⁵⁶.

Nell'ipotesi in cui l'*originator*, come spesso accade, assuma anche il ruolo di *servicer*, questi ha anche la possibilità di continuare a mantenere i rapporti con la propria clientela e di aggiungere ai ricavi della propria attività caratteristica quelli conseguiti in qualità di gestore dei flussi dei pagamenti relativi all'operazione di *securitisation*⁵⁷.

cambiali finanziarie»), che ne definisce le caratteristiche: esse, *inter alia*, devono avere una durata compresa tra 3 e 12 mesi ed un taglio minimo non inferiore a 51.645,69 €. Se l'emissione supera i 50 milioni di Euro, deve essere preventivamente comunicata alla Banca d'Italia. Inoltre l'importo complessivo delle cambiali finanziarie, dei certificati di investimento e delle obbligazioni emesso da ciascuna impresa non può eccedere il capitale versato e le riserve. Fonte: glossario di Borsa Italiana: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Commercial%20P> aper .

⁵⁶ DAMILANO, *op. cit.*, pag. 77.

⁵⁷ LA TORRE, *La securitisation degli attivi: gli effetti propulsivi dell'euro*, in *Bancaria*, 1999, I, fascicolo 2, pag. 46.

Uno dei benefici più importanti ottenibile attraverso un'operazione di cartolarizzazione, che è stato una delle chiavi di successo della diffusione dei titoli *ABS*, consiste nel fatto che il rischio di insolvenza del debitore ceduto, gravante interamente sull'*originator* prima dell'operazione, viene "polverizzato" ed in parte trasferito ad una massa di investitori, i quali accettano di assumerlo in cambio di un rendimento finanziario, liberando il cedente, che ha potuto vedere il proprio bilancio "pulito". Il vantaggio in questi termini è tanto maggiore quanto più la probabilità di insolvenza dei debitori ceduti è alta.

È doveroso ricordare, tuttavia, che tali impatti sul bilancio dell'*originator* devono essere necessariamente rivisti alla luce dell'applicazione dei nuovi principi contabili internazionali emanati dall'*International Accounting Standard Board* (in seguito *IASB*).

Sulla base della comunicazione della Commissione Europea del 13 giugno 2000, n. 359, recante «*La strategia della U.E. in materia di informativa finanziaria: la via da seguire*», nella quale emergeva la volontà che tutte le società quotate aventi sede nell'Unione Europea utilizzassero gli *International Accounting Standards* (in seguito *IAS*) per la redazione dei loro bilanci consolidati al più tardi entro il 2005, il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno emanato il regolamento n. 1606 del 19 luglio 2002, con il quale s'impone agli Stati appartenenti all'U.E. di uniformare i rispettivi ordinamenti interni in materia di contabilità e redazione dei bilanci delle società i cui titoli sono negoziati nei mercati pubblici europei alla luce dei principi contabili internazionali (vale a dire degli *IAS* e degli *IFRS – International Financial Reporting Standards* – così come integrati dalle interpretazioni del *SIC – Standing Interpretation Committee* – e successivamente dall'*IFRC – International Financial Reporting Interpretations Committee*)⁵⁸⁵⁹.

⁵⁸ DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile. Disciplina civilistica e principi contabili internazionali*, Milano, 2011, pag. 65 ss.

⁵⁹ Ulteriori modifiche in materia sono state prospettate dalla direttiva del Consiglio dell'U.E. del 13 maggio 2003, n. 2003/38/CE e da quella del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2003, n. 2003/51/CE. In tal senso è intervenuta successivamente la Commissione emanando alcuni regolamenti: il n. 2003/1725/CE del 29 settembre 2003, il n.

L'art. 5 del citato regolamento n. 2002/1606/CE rimette agli Stati membri la scelta di consentire o prescrivere alle società con titoli quotati, obbligate all'applicazione dei principi contabili internazionali per la redazione dei bilanci consolidati, di redigere i loro conti annuali conformemente a tali principi, mentre alle società non quotate, di redigere i loro bilanci consolidati o annuali conformemente ai medesimi principi contabili⁶⁰.

L'opzione è stata esercitata dall'Italia con il d. lgs. 28 febbraio 2005, n. 38⁶¹: per le società quotate, le società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, le banche e gli intermediari finanziari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d'Italia è facoltativa l'adozione degli IAS fin dal 2005, mentre la loro applicazione obbligatoria decorre dai bilanci relativi all'esercizio 2006 per quanto riguarda i bilanci di esercizio. Rimane confermata l'applicazione obbligatoria dei principi contabili internazionali sin dall'esercizio 2005 con riferimento ai bilanci consolidati.

2004/2238/CE e il n. 2005/1751/CE, del 25 ottobre 2005. Ad essi si sono aggiunti altri provvedimenti settoriali, tra i quali la direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2003, n. 2003/51/CE, in materia di conti annuali e consolidati di banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione.

⁶⁰ Art. 4, regolamento 2002/1606/CE «*Conti consolidati delle società i cui titoli sono negoziati in un mercato pubblico – Per ogni esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2005, o in data successiva, le società soggette al diritto di uno Stato membro redigono i loro conti consolidati conformemente ai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6, paragrafo 2, qualora, alla data del bilancio, i loro titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro, ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 13, della direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*».

Art. 5, regolamento n. 2002/1606/CE: «*Opzioni relative ai conti annuali e alle società i cui titoli non sono negoziati in un mercato pubblico – Gli Stati membri possono consentire o prescrivere a) alle società di cui all'articolo 4, di redigere i loro conti annuali b) alle società diverse da quelle di cui all'articolo 4, di redigere i loro conti consolidati e/o i loro conti annuali conformemente ai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6, paragrafo 2*».

⁶¹ D.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, recante: «*Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali*».

Per le imprese di assicurazione l'obbligo di applicazione degli *IAS* a partire dal 2005 viene limitato ai soli bilanci consolidati e non ne è previsto l'impiego, neanche in via facoltativa, per i bilanci di esercizio. Dal 2006 il suddetto obbligo si estende anche ai bilanci di esercizio, soltanto per le società che emettono strumenti finanziari quotati e che non redigono il bilancio consolidato.

Infine, per le società diverse dalle precedenti e diverse, inoltre, da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-*bis* c.c.⁶² è prevista la facoltà di redigere il bilancio d'esercizio conformemente agli *IAS* a partire dall'esercizio 2005, nel caso in cui queste siano incluse in un bilancio consolidato redatto secondo tali principi ovvero optino per l'applicazione dei medesimi nella redazione del proprio bilancio consolidato; negli altri casi, la stessa facoltà potrà essere esercitata dall'esercizio che verrà individuato con decreto interministeriale.

Per quanto concerne le operazioni di cartolarizzazione, l'omologazione ai principi contabili internazionali ha mitigato i vantaggi che gli *originators* possono ottenere attraverso la c.d. *derecognition of financial assets*, cioè lo storno di attività finanziarie dallo stato patrimoniale, la quale può avvenire, in primo luogo, in seguito alla scadenza dei diritti contrattuali sui flussi finanziari derivanti dall'attività stessa, in secondo luogo trasferendo l'attività a terzi (nel caso della *securitisation* si tratta di crediti ceduti ad una società – veicolo)⁶³.

In passato il cedente, trasferendo *pro soluto* i crediti all'*SPV*, faceva uscire questi ultimi dal proprio bilancio a fronte del corrispettivo della cessione. Nel bilancio dell'*originator* il patrimonio separato della cartolarizzazione trovava al più evidenza nella nota integrativa.

⁶²Art. 2435-*bis* c.c. : «Bilancio in forma abbreviata – 1. Le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

- 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro;
- 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro;
- 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità».

⁶³ DEZZANI – BIANCONE – BUSSO, *IAS/IFRS Manuale*, Milano, 2010, pag.1813.

Con i nuovi principi contabili internazionali, per contro, la *derecognition* è possibile solo a determinate condizioni. Secondo lo IAS n. 39 («*Financial Instruments. Recognition and Measurement*»), è necessario individuare il soggetto sul quale gravano i rischi ed i benefici associati all'attività finanziaria dopo il suo trasferimento al cessionario. La cancellazione dei crediti ceduti può avvenire nel bilancio individuale oppure nel bilancio consolidato; nel primo caso, l'impresa dovrà verificare se i rischi e i benefici sono stati trasferiti ad un'altra entità giuridica, nel secondo, bisogna, oltre a ciò, controllare che il soggetto che si è accollato i rischi e i benefici dell'attività finanziari ceduta non rientri nell'area di consolidamento del gruppo, così come previsto dallo IAS n. 27 («*Consolidated and Separate Financial Statements*») e dal SIC n. 12 («*Consolidation. Special Purpose Entities*»). Di conseguenza, se il trasferimento è avvenuto a favore di una società del gruppo, nella redazione del bilancio consolidato, l'attività finanziaria rimarrà nello stato patrimoniale consolidato⁶⁴.

Il SIC n. 12 ha chiarito che un'impresa costituente o *sponsor* di una *SPV*, che nella maggior parte dei casi coincide con l'*originator*, deve consolidare la relativa partecipazione, quando la prima esercita una forma di controllo sulla società – veicolo. Ai fini degli IAS, tuttavia, la nozione di controllo non si esaurisce con l'ipotesi di controllo azionario maggioritario, bensì, per principio della prevalenza della sostanza sulla forma, si deve guardare alla capacità, anche potenziale, di influire concretamente e direttamente sulla gestione da parte della controllante sulle controllate⁶⁵.

Nel caso specifico delle operazioni di cartolarizzazione, un'impresa costituente o *sponsor* di una *SPV* deve consolidare la relativa partecipazione, indipendentemente dall'esistenza di un controllo azionario maggioritario, allorché, si verifichi una delle seguenti situazioni:

a) le attività della società – veicolo sono gestite per conto e nell'interesse dell'*originator*;

⁶⁴ DEZZANI – BIANCONE – BUSSO, *op cit.*, pag. 1817.

⁶⁵ DE ANGELIS, *op. cit.*, pag. 174 ss.

b) l'*originator* ha poteri decisionali che effettivamente le consentono di ottenere la maggior parte dei benefici generati dalla partecipata, anche mediante la capacità di fissazione di un meccanismo "autopilota"⁶⁶;

c) l'*originator* è in grado di esercitare diritti che le consentono di ottenere la maggior parte dei benefici, venendo anche esposta ai rischi relativi all'attività della medesima partecipata;

d) all'*originator* fa carico la maggior parte dei rischi gestionali o connessi alla proprietà della partecipazione della *SPV*, a cui fanno *pendant* i benefici derivanti dalla gestione di questa⁶⁷.

Tali ipotesi si verificano, ad esempio, nel caso in cui il cedente eroghi un prestito subordinato al veicolo, presti garanzie sugli attivi ceduti, sottoscriva titoli di classe *junior* emessi dall'*SPV* e/o abbia un'opzione di riacquisto dei crediti.

Nell'ottica dell'ottenimento dei benefici derivanti dalla *derecognition*, le banche, soprattutto in passato, hanno fatto ampio ricorso alle operazioni di *securitisation* come strumento di gestione degli obblighi di vigilanza, in particolar modo quelli di *capital adequacy*: trasferendo crediti di scarsa qualità in termini di prospettive di insolvenza, c.d. *not performing credits* o *bad loans*, esse hanno potuto migliorare il proprio coefficiente di solvibilità con la conseguente liberazione di patrimonio di vigilanza, il quale poteva essere impiegato per aumentare il proprio volume d'affari.

Il ricorso massiccio delle operazioni di cartolarizzazione a questi fini si è ripercosso sul sistema economico nel suo complesso, il quale, se da un lato ha beneficiato della diffusione delle operazioni di *securitisation*, in quanto esse hanno permesso una maggiore disponibilità di risorse finanziarie sul mercato dei capitali con la conseguente riduzione del costo dei finanziamenti, dall'altro hanno portato ad una redistribuzione del rischio di credito presso una pluralità di

⁶⁶ Le società – veicolo vengono costituite per raggiungere determinati obiettivi e sono, a tal fine, sottoposte a rigide regole di funzionamento che pongono altresì vincoli alle facoltà decisionali dei loro organi direttivi e che sono idonei ad indirizzare la gestione con un certo grado di automatismo (c.d. meccanismo autopilota).

⁶⁷ DE ANGELIS, *op. cit.*, pag. 182 ss.

soggetti. È doveroso riflettere sul fatto che il rischio di credito che le *asset – backed securities* incorporano deve essere «ripartito tra operatori in grado di gestirlo.[...] In caso contrario, le operazioni si tradurrebbero in un semplice trasferimento di rischio dall’originator agli investitori finali, con possibili effetti destabilizzanti sull’intero sistema⁶⁸». Tale osservazione, che La Torre inserisce in un articolo del 1999, sembra profetica se vista alla luce degli avvenimenti che hanno interessato l’economia a partire dal 2007.

Tra le cause della crisi finanziaria, infatti, si sono riscontrati problemi nella misurazione e gestione del rischio che sono passati inosservati anche a causa di lacune nella regolamentazione e nella vigilanza dei mercati finanziari. «*Queste carenze hanno consentito all’intero settore finanziario di contabilizzare profitti troppo presto, troppo facilmente e senza gli appropriati aggiustamenti per il rischio. [...] I dirigenti delle società finanziarie, incoraggiati da sistemi di retribuzione incentrati sui rendimenti a breve e sui volumi di attività, hanno accresciuto la leva finanziaria e accumulato quantità enormi di rischio. Le agenzie di rating, subissate dalla valanga di prodotti strutturati complessi eppure incapaci di resistere alla tentazione di lucrare dalla loro valutazione, non sono riuscite a stimare correttamente la probabilità di rimborso dei mutuatari. [...] Il sistema regolamentare è risultato troppo indulgente e, nel caso di alcune attività, troppo facile da eludere⁶⁹*».

Con riferimento alle operazioni di cartolarizzazione, si può concludere che la sottostima del rischio di credito dei portafogli ceduti ha causato l’immissione nel mercato di strumenti finanziari ad alto rischio “occulto” che hanno attratto numerosi investitori. Mentre gli *originators*, in particolare banche, hanno utilizzato questo strumento anche per liberarsi di attivi di scarsa qualità, gli acquirenti di titoli *ABS* si sono trovati a sopportare le insolvenze dei debitori ceduti, spesso non essendo a ciò preparati. Le conseguenze di queste perdite sono

⁶⁸ LA TORRE, *op. cit.*, pag. 44 ss.

⁶⁹ BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *80^a Relazione annuale*, 1° aprile 2009 – 31 marzo 2010, Basilea, 28 giugno 2010, pag. 11 ss.

state gravi anche in ragione della scala del fenomeno, causando un pericoloso effetto domino che ha trascinato l'economia globale.

La crisi del mercato dei capitali ha avuto conseguenze anche in termini di mancanza di liquidità, nonché di perdita di fiducia degli investitori nei confronti dei titoli *ABS*. Prima della crisi, questi venivano collocati sul mercato: in genere l'*originator* sottoscriveva la sola classe *junior*. In tal modo esso sopportava il c.d. "rischio di prima perdita" sui crediti cartolarizzati e, per contro, beneficiava del c.d. *excess spread* derivante dall'operazione. *Post* – crisi, non è stato più possibile collocare i titoli sul mercato per mancanza di investitori disposti ad acquistarli, o quantomeno disposti a farlo allo stesso prezzo cui venivano collocati prima della crisi⁷⁰.

Grazie alla flessibilità che caratterizza i titoli emessi *ex lege* n. 130/99, si sono venute a creare delle strutture alternative che comunque hanno permesso agli intermediari, in possesso dei requisiti richiesti, di utilizzare la cartolarizzazione come strumento di *funding*. In particolare, si sta facendo riferimento alle operazioni di finanziamento con la Banca Centrale Europea (in seguito BCE).

In sostanza, i titoli non vengono collocati sul mercato, bensì interamente sottoscritti dall'*originator* (o talvolta da un'altra società appartenente al gruppo dell'*originator*) e vengono poi usati come garanzia nelle operazioni di finanziamento con la BCE. Queste fanno parte delle c.d. "operazioni di mercato aperto temporanee" di cui si avvale l'Eurosistema al fine di sostenere l'insieme delle politiche monetarie ed economiche dell'Unione Europea⁷¹.

La BCE accetta, in contropartita delle operazioni di finanziamento, una gamma di attività negoziabili e non negoziabili, che soddisfano i criteri di idoneità stabiliti dall'Eurosistema. Tra queste attività sono compresi anche i titoli

⁷⁰ MESSINA – FRISINA, Memorandum: *cartolarizzazioni come strumento di liquidità* in Orrick, Herrington & Sutcliffe – *Italian Financial Markets Department*, Milano, aprile 2009, pag. 1 ss.

⁷¹ *Guideline of the European Central Bank on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem*, 20 settembre 2011 (ECB/2011/14), successivamente modificato il 26 novembre 2012 (ECB/2012/25).

ABS. Questi, in quanto rientranti nella categoria degli attivi negoziabili ed in particolare tra gli strumenti di debito, possono essere utilizzati come *collateral* solo se:

i. hanno un capitale fisso ed incondizionato (ciò non vale per i titoli *ABS*, ma solo per le obbligazioni bancarie garantite);

ii. hanno una cedola che non può dare luogo ad interessi negativi. Possono essere alternativamente titoli *zero coupon*, con cedola a tasso fisso ovvero con cedola variabile legata a un tasso di interesse di riferimento (ad esempio *LIBOR* ed *EURIBOR*) o al tasso di rendimento di titoli di debito con scadenza uguale o inferiore a 12 mesi emessi da Stati appartenenti all'Eurozona;

iii. sono denominati in Euro;

iv. non sono subordinati, né nel rimborso del capitale, né nel pagamento degli interessi, ad altre *tranches* della stessa emissione e ad altri strumenti di debito emessi dal medesimo emittente;

v. l'emittente ha sede nello Spazio Economico Europeo (SEE); se garantiti, anche il garante deve essere situato nel SEE. L'emittente e il garante possono essere banche centrali degli Stati membri dell'UE, enti pubblici, organismi del settore privato o istituzioni internazionali o sovranazionali;

vi. sono depositati/registrati nell'ambito del SEE presso una Banca Centrale Nazionale od un sistema di deposito accentrato dei titoli e sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato;

vii. sono trasferibili mediante registrazioni contabili.

Le cedole, in ogni caso, non possono presentare opzioni a favore dell'emittente, cioè non possono consentire modifiche nella definizione della cedola nel ciclo di vita dello strumento, dipendenti da una decisione dell'emittente stesso.

Sono previsti dei requisiti anche per le attività che producono flussi di cassa e che garantiscono i titoli. In particolare:

a. la loro acquisizione deve essere disciplinata dalla legislazione di uno Stato membro dell'Unione Europea;

b. devono essere acquistate dalla *SPV* secondo modalità considerate dall'Eurosistema di "vendita effettiva" (c.d. *true sale*) opponibile a terzi e devono essere sottratte dalla disponibilità dell'*originator* e dei suoi creditori, anche in caso di fallimento dell'*originator* stesso;

c. devono essere erogati e venduti all'emittente o, se del caso, da un intermediario avente sede legale nel SEE;

d. non devono consistere, completamente o in parte, effettivamente o potenzialmente, né in *tranches* di altre *ABS*, né in *credit – linked notes*, *swaps* o altri strumenti derivati, né in titoli sintetici;

e. se sono crediti, gli obbligati ed i creditori devono avere sede legale (o, se persone fisiche, essere residenti) nel SEE e, se del caso, il relativo titolo deve essere situato nel SEE. Se sono obbligazioni, gli emittenti devono avere sede legale nel SEE, devono essere emesse in un Paese del SEE, conformemente alla legge di un Paese del SEE ed ogni titolo relativo ad esse deve essere situato nel SEE;

f. devono essere attività che generano flussi di cassa considerate omogenee dall'Eurosistema, ad esempio: mutui ipotecari su immobili residenziali (*RMBS*), mutui ipotecari su immobili commerciali (*CMBS*), prestiti a piccole e medie imprese (in seguito PMI), prestiti per l'acquisto di auto (c.d. *auto loans*), prestiti finanziari al consumo o prestiti da *leasing*.

Con particolare riferimento agli *RMBS* e ai prestiti alle PMI, si precisa che essi sono stati ammessi tra i crediti sottostanti i titoli *ABS*, utilizzabili come *collateral* nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, grazie alle disposizioni della BCE del 14 dicembre 2011⁷².

Le *asset – backed securities* emesse a fronte della cessione di questi particolari tipi di crediti, devono altresì soddisfare ulteriori requisiti: le attività che producono flussi di cassa e che costituiscono il sottostante dei titoli devono appartenere alla medesima categoria di attività, ossia tali attività dovranno

⁷² Decisione della Banca Centrale Europea, relativa a «*Misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie*», 14 dicembre 2011, (BCE/2011/25).

ricomprendere solo mutui ipotecari residenziali oppure solo prestiti a PMI, senza possibilità di confondere attività appartenenti a diverse categorie. Tali attivi, inoltre, non devono comprendere prestiti che al momento dell'emissione dei titoli siano non performanti o che in qualsiasi momento, siano strutturati, sindacati o a leva. La controparte che stanziava a garanzia un titolo *ABS* o qualsiasi terzo con cui abbia stretti legami non può fornire copertura su tassi di interesse relativi agli stessi titoli ed i documenti dell'operazione relativa ai titoli *ABS* devono contenere disposizioni sulla continuità dei servizi⁷³.

Tutti i titoli devono, inoltre, soddisfare elevati *standard* di credito, cioè devono rispettare la soglia di qualità creditizia stabilita dall'Eurosistema. Se sono stati emessi dopo il 1° marzo 2010, sono necessarie almeno due valutazioni da parte di agenzie di *rating* accettate per l'emissione. Entrambi i giudizi devono avere un livello all'emissione pari a "AAA" / "Aaa" e durante la vita del titolo almeno pari a "singola A". I titoli emessi prima del 1° marzo 2010 con un solo giudizio ne hanno dovuto ottenere un secondo entro la medesima data. Entrambe le valutazioni devono rispettare il livello "singola A" durante la vita del titolo⁷⁴.

Per ciò che concerne le *ABS* emessi a fronte di *RMBS* o prestiti a PMI, è stabilito che essi possano avere, sia all'emissione, sia in seguito, un *rating* pari almeno a "singola A"⁷⁵.

⁷³ Art. 3, BCE/2011/25, «Ammissione di determinati titoli garantiti da attività».

⁷⁴ Si riporta la seguente tabella che illustra in modo analitico i requisiti di *rating* per i titoli *ABS*:

Requisiti	<i>ABS</i> emessi prima dello 01/03/2009	<i>ABS</i> emessi tra lo 01/03/2009 e il 28/02/2010	<i>ABS</i> emessi dopo lo 01/03/2010
1° <i>rating</i> all'emissione	A-/A3/AL	AAA/Aaa	AAA/Aaa
2° <i>rating</i> all'emissione	A-/A3/AL	A-/A3/AL	AAA/Aaa
<i>Rating post-emissione</i>	A-/A3/AL	A-/A3/AL	A-/A3/AL

⁷⁵ Art. 3, BCE/2011/25.

Le controparti che possono accedere a questo tipo di operazioni sono gli enti assoggettati al regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema ai sensi dell'art. 19.1 dello statuto del SEBC⁷⁶ e che soddisfano determinate caratteristiche differenti per categorie operative. Tutte le controparti devono, comunque, rispettare i requisiti tecnici ed amministrativi richiesti e perfezionare una serie di rapporti contrattuali con la Banca Centrale Nazionale.

Nel caso in cui l'*originator* o, se del caso, gli intermediari, abbiano sede legale nell'Eurozona, o nel Regno Unito, l'Eurosistema ha verificato che non si applichino disposizioni restrittive in tema di revocatoria in tali giurisdizioni; se, invece, hanno sede legale in un altro paese del SEE, i titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione possono essere considerati idonei solo previo accertamento, da parte dell'Eurosistema, dell'esistenza di un adeguato sistema di tutela dei suoi diritti dalle disposizioni in tema di revocatoria.

L'impiego delle operazioni di cartolarizzazione prevalentemente ai fini di ottenere finanziamenti dalla BCE, ha portato anche ad una semplificazione nella struttura delle stesse: normalmente vengono emesse solamente due classi di titoli. La *senior* viene sottoposta ai giudizi delle agenzie di *rating*, mentre la classe *junior* resta *unrated*. La selezione dei crediti che saranno ceduti avviene avendo come scopo, non quello della soddisfazione della domanda del mercato in termini di rischio – rendimento, bensì in modo da rispettare i requisiti stabiliti dalla Banca Centrale Europea.

Il principale vantaggio della *securitisation* rimane, quindi, la flessibilità. Grazie a ciò essa ha continuato a rappresentare uno strumento utile per gli operatori, i quali sono riusciti ad adattarne la struttura a fronte dei mutamenti economici e normativi che hanno interessato l'intero sistema.

⁷⁶ Protocollo sullo statuto del sistema europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea. Art. 19: «*Riserve minime – 1. Fatto salvo l'articolo 2, la BCE, nel perseguimento degli obiettivi della politica monetaria, ha il potere di obbligare gli enti creditizi insediati negli Stati membri a detenere riserve minime in conti presso la BCE e le banche centrali nazionali. Regolamenti relativi al calcolo e alla determinazione delle riserve obbligatorie minime possono essere emanati dal consiglio direttivo. In caso di inosservanza, la BCE ha la facoltà di imporre interessi a titolo di penalità e altre sanzioni di analogo effetto*».

1.3. I principali fattori di rischio connessi alle operazioni di cartolarizzazione e le forme di tutela per i portatori dei titoli

Gli investitori in *asset – backed securities* devono tener conto di vari fattori di rischio cui sono sottoposti, primo fra tutti il rischio di credito, cioè quello legato all'inadempimento nei pagamenti da parte dei debitori i cui crediti sono a garanzia dell'operazione di cartolarizzazione. Se da un lato, tale rischio potrebbe essere ridotto attraverso un'opportuna diversificazione del portafoglio oggetto della *securitisation*, ad esempio, per area geografica, settori industriali, tipologia tecnica e dimensione dei debitori, dall'altro, bisogna tenere presente che, in ragione dei recenti utilizzi delle *ABS* come *collateral* nelle operazioni di finanziamento con la BCE, gli *eligible criterias* fissati dall'Eurosistema, impongono dei requisiti di omogeneità. Le nuove Guidelines pubblicate dalla BCE dispongono, infatti, che «*in order to be eligible, an asset-backed security must be backed by cash flow generating assets which the Eurosystem considers to be homogeneous, i.e. that cash flow generating assets backing an asset-backed security consist of only one type of assets belonging to either residential mortgages, commercial real estate mortgages, loans to small- and medium-sized enterprises, auto loans, consumer finance loans or leasing receivables*⁷⁷».

Al rischio di credito si aggiunge quello di liquidità, vale a dire la possibilità che, in un determinato momento, a causa di un *mismatch* tra i flussi in entrata e quelli in uscita dell'*SPV*, quest'ultima non sia in grado di garantire ai portatori dei titoli i pagamenti loro dovuti, rispettando le tempistiche stabilite contrattualmente.

I portatori dei titoli sono soggetti anche al rischio di disallineamento tra tassi di interesse. Esso consiste nella possibilità che i tassi di interesse sui crediti sottostanti l'operazione scendano al di sotto di quello da corrispondere ai

⁷⁷ ECB/2012/25

portatori dei titoli. Questo è frequente nel caso in cui il tasso di rendimento delle attività cartolarizzate è fisso, mentre quello delle *ABS* è variabile, o viceversa⁷⁸.

Altro rischio è costituito da un incremento delle estinzioni anticipate dei crediti cartolarizzati, che si ha, ad esempio, nell'ipotesi di abbassamento dei tassi d'interesse. In tal caso, infatti, i debitori ceduti potrebbero richiedere il rimborso anticipato dei debiti contratti, avendo la possibilità di finanziarsi nuovamente a tassi loro più favorevoli. Ciò rappresenta un problema nell'ambito di un'operazione di *securitisation*, poiché anticipando una parte dei flussi di cassa si potrebbe verificare un c.d. *negative carry*, vale a dire un *mismatch* tra il rendimento degli impieghi in cui tale cassa viene investita e il rendimento dei titoli. L'operazione potrebbe prevedere un meccanismo di sostituzione dei crediti, ma quelli nuovi, molto probabilmente, avrebbero un rendimento inferiore rispetto a quello pattuito in sede di emissione dei titoli.

Nelle operazioni realizzate con valuta diversa da quella in cui sono espressi i crediti ceduti, si aggiunge il rischio che la divisa in cui sono denominati questi ultimi si svaluti nei confronti di quella dei titoli emessi⁷⁹.

Al fine di eliminare o ridurre l'esposizione degli investitori in *asset – backed securities* ai rischi precedentemente citati, sono di norma predisposte alcune garanzie supplementari, c.d. *credit enhancement*, attraverso le quali è possibile migliorare la qualità creditizia dei titoli stessi.

Il ruolo della controparte che fornisce il *credit enhancement* può essere ricoperto dall'*originator* (in tal caso si parla di *internal credit enhancement*) ovvero da soggetti terzi (c.d. *external credit enhancement*).

Tra le principali forme di *internal credit enhancement* si ricorda il *credit tranching*, consistente nell'emissione di due o più classi di titoli, ognuna delle quali incorpora un diverso grado di subordinazione nel pagamento degli interessi e nel rimborso del capitale. I flussi di cassa disponibili sono destinati in primo

⁷⁸ COLAGRANDE – FIORE – GRIMALDI – PRANDINA, *Le operazioni di securitization*, Milano, 2000, pag. 8.

⁷⁹ Data la diffusione di operazioni di cartolarizzazione aventi come scopo la creazione di titoli *eligible* ai fini dell'ottenimento di finanziamenti da parte della BCE, le emissioni di *ABS* con valuta diversa da quella dei crediti ceduti sono, attualmente, molto rare.

luogo ai titoli *senior* e successivamente, nell'ipotesi in cui vi siano ancora fondi disponibili, agli eventuali titoli *mezzanine* ed infine alla classe *junior*, sulla quale grava il rischio di prima perdita e che di solito è detenuta dall'*originator*. Questa tecnica può coprire solo parzialmente il rischio di credito; per ottenere una garanzia totale l'ammontare dei titoli subordinati dovrebbe eguagliare il valore dell'intero portafoglio ceduto esaurendo, quindi, il *cash flow* disponibile per l'emissione dei titoli *senior*.

Un altro meccanismo di *crediti enhancement* è l'*overcollateralisation*, cioè il trasferimento alla società – veicolo di un portafoglio di crediti il cui valore nominale supera quello corrispondente ai titoli emessi. In tal modo la *SPV* potrà disporre di ulteriori fondi per sopperire ad eventuali insufficienze di cassa.

Un'ulteriore forma di tutela è rappresentato dal c.d. *cash trapping*. Esso si ha quando, a fronte del deterioramento della qualità creditizia del portafoglio, il *cash flow* generato dalla differenza tra il rendimento del portafoglio ceduto e il costo dei titoli emessi (*excess spread*), viene trattenuto e messo a disposizione del veicolo, il quale vi può ricorrere per far fronte ai *deficit* di cassa.

Talvolta può, inoltre, essere costituita una riserva di liquidità alimentata da un prestito subordinato concesso dall'*originator* alla società – veicolo, che verrà restituito solo dopo il rimborso dei titoli.

Al fine di mitigare le conseguenze del citato *negative carry*, nella documentazione contrattuale vengono precisate le modalità di reinvestimento della liquidità generata in *eligible investments*, cioè investimenti aventi caratteristiche tali da evitare il deposito inefficiente del denaro e al contempo garantirne l'impiego in attivi prontamente alienabili ed a basso rischio.

Le tecniche di *credit enhancement* interne hanno un indubbio vantaggio in termini di commissioni ed oneri finanziari, tuttavia, spesso non sono sufficienti per raggiungere la copertura desiderata.

I rischi di credito e liquidità possono essere ridotti facendo ricorso anche a tecniche di *external credit enhancement*. Può essere predisposta, ad esempio, una linea di liquidità a favore della *SPV* da un garante esterno (solitamente una

banca) dotato di un *rating* adeguato. Essa, in genere, ha durata limitata nel tempo, ma è rinnovabile ed utilizzabile su base rotativa⁸⁰.

Il rischio di *default* del portafoglio ceduto può essere coperto anche attraverso garanzie prestate da banche, nella forma della lettera di credito.

Per fronteggiare il rischio di tasso d'interesse e l'eventuale rischio di cambio, l'*SPV* può stipulare contratti derivati. In genere essi consistono rispettivamente in *interest rate swap* e *currency swap*.

Affinché le forme di *external credit enhancement* siano utili al miglioramento del *rating* dei titoli *ABS* è richiesto che le terze controparti godano, a loro volta, di un elevato *standing* creditizio. Ciò comporta l'assunzione del rischio di *downgrading* dell'*hedging counterparty*. In caso di abbassamento del *rating* di quest'ultima al di sotto della soglia fissata contrattualmente, devono essere predisposti dei rimedi per salvaguardare il *rating* dei titoli. A tal fine si dovrà, ad esempio, sostituire la controparte garante con un'altra che possieda un *rating* adeguato, creare una *cash reserve* ovvero ottenere un'ulteriore garanzia, da parte di un'altro soggetto, il quale si impegni ad adempiere nel caso non lo faccia la controparte.

Tra i rischi connessi all'operazione vi è anche il c.d. rischio di *commingling*, o rischio di commistione: la struttura dell'operazione deve essere tale da realizzare un'effettiva separazione operativa del veicolo in modo da segregare efficacemente il portafoglio cartolarizzato e i flussi derivanti dall'operazione. Nella misura in cui gli incassi vengono accreditati in un conto intestato ad un terzo partecipante, il *default* di quest'ultimo comporta l'indisponibilità, momentanea o definitiva, di tali flussi di cassa. In caso di *default* del *servicer*, ad esempio, i debitori ceduti potrebbero aggredire le somme riscosse, con la conseguente alterazione dei pagamenti a favore dei portatori dei titoli⁸¹. Al fine di mitigare il rischio di tale eventualità, in genere, si prevede che i pagamenti riscossi dal *servicer* vengano accreditati, solitamente entro due giorni lavorativi,

⁸⁰ GIANNOTTI, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Milano, 2004, pag. 63 ss.

⁸¹ GIANNOTTI, *op. cit.*, pag. 77.

in un *collection account* presso una banca designata e viene creata una c.d. *commingling reserve*, cioè una riserva destinata a tutelare la *SPV* dal rischio di mancato trasferimento degli incassi da parte del *servicer*.

La decisione in merito alla scelta delle tecniche di *credit enhancement* a cui ricorrere comporta la necessaria valutazione del *trade – off* tra costi, espliciti ed impliciti, e benefici delle stesse, nonché degli obiettivi che si intendono raggiungere con l'operazione di cartolarizzazione.

Altri elementi posti a tutela dei portatori dei titoli sono le clausole di rimborso anticipato, in base alle quali si dispone la possibilità ovvero l'obbligo di terminare l'operazione prima della scadenza contrattuale.

Una delle tipiche clausole di ammortamento anticipato consiste nelle c.d. *clean up calls*, mediante le quali l'*originator* può acquistare il portafoglio residuo quando il valore dei crediti ancora in essere o il valore dei titoli da rimborsare è al di sotto di un determinato livello. Tale meccanismo serve ad evitare che sul veicolo gravino costi troppo elevati in virtù del quasi completo ammortamento dei titoli⁸².

I contratti individuano, inoltre, dei *trigger events*, vale a dire degli eventi al verificarsi dei quali viene prevista la chiusura anticipata dell'operazione, in quanto essi potrebbero causare un aumento del rischio di credito delle *asset – backed securities*. Possono costituire *trigger events*, ad esempio, il mancato pagamento degli interessi e/o del capitale dovuti ai portatori dei titoli o il verificarsi di altri gravi inadempimenti contrattuali da parte della *SPV* ovvero il suo fallimento o il suo assoggettamento ad altre procedure concorsuali.

Ulteriori rischi gravano sulle operazioni c.d. *revolving*, le quali si caratterizzano per il fatto che il veicolo utilizza parte dei flussi di cassa percepiti periodicamente dagli *assets* in portafoglio per acquistare nuovi crediti dall'*originator*. Questo tipo di cartolarizzazione viene attuata nel caso in cui i crediti ceduti abbiano scadenza a breve termine, mentre l'operazione di *securitisation* duri più a lungo.

⁸² GIANNOTTI, *op. cit.*, pag. 68.

Il periodico rinnovo della composizione del portafoglio tipico delle operazioni *revolving* implica un rischio di mancata generazione dei crediti, nonché un rischio di peggioramento della qualità degli stessi, a causa, ad esempio, di modifiche nelle politiche commerciali da parte dell'*originator* ovvero in seguito a variazioni sfavorevoli del mercato in cui quest'ultimo opera. Ciò comporta un danno nei confronti dei portatori dei titoli *ABS*. Per far fronte a tali rischi vengono depositati degli accantonamenti di liquidità e possono essere inserite clausole che fissano dei requisiti qualitativi dei crediti che possono far parte del portafoglio a garanzia dell'operazione oppure si possono effettuare degli *stress test* che considerano il deterioramento della qualità dei crediti per stimare il conseguente rischio che ricadrà sui portatori dei titoli. Di norma, inoltre, nell'ipotesi di peggioramento dello *standing* creditizio del portafoglio ovvero di aumento del tasso di insolvenze o dei ritardi nei pagamenti da parte dei debitori ceduti, le operazioni *revolving* contengono clausole di rimborso anticipato o di modifica della cascata dei pagamenti, in modo tale da tutelare maggiormente i creditori che godono di un maggior grado di privilegio⁸³.

Tra i rischi derivanti da un'operazione di cartolarizzazione è necessario considerare anche i rischi operativi. Essi sono di più difficile definizione e quantificazione rispetto ai rischi "finanziari", di conseguenza monitorarli e gestirli può rivelarsi complesso. Negli ultimi anni i rischi operativi sono stati maggiormente presi in considerazione anche dalle agenzie di *rating*, le quali hanno cercato di implementare nuovi sistemi di valutazione al fine di tenerne conto nei giudizi relativi alle *asset – backed securities*⁸⁴.

Nelle operazioni di *securitisation*, la coincidenza di ruoli in uno stesso soggetto da un lato consente di sviluppare importanti sinergie, dall'altro può determinare potenziali conflitti di interesse.

⁸³ GIANNOTTI, *op. cit.*, pag. 70 ss.

⁸⁴ Si veda, ad esempio, *Rating methodology – Global Structured Finance Operational Risk Guidelines: Moody's Approach to Analyzing Performance Disruption Risk*, Moody's investor service, 2 marzo 2011.

Ad esempio, se la funzione di *servicer* è svolta dall'*originator*, questi può essere tentato di non svolgere nel modo più efficace l'attività di riscossione dei crediti, ovvero di dirottare gli incassi verso le proprie attività ordinarie, invece di girarle al veicolo, danneggiando, così, gli investitori in *ABS*⁸⁵.

Poiché la qualità e la continuità del lavoro del *servicer* influenzano il successo dell'intera operazione, un mezzo per assicurarne la presenza fino a scadenza consiste nella nomina di un c.d. *back – up servicer*, il quale è un operatore avente determinati requisiti di professionalità, che si impegna a subentrare in qualità di “*successor servicer*”, allorché quello originariamente designato assuma una condotta irregolare o si trovi nell'impossibilità di continuare ad adempiere alle proprie funzioni.

Alternativamente, o in aggiunta, può essere nominato un c.d. *back – up servicer facilitator*, il cui compito è quello di ricercare, all'occorrenza, un *back – up servicer* avente le caratteristiche richieste.

Sono da considerare, tra gli altri, anche i rischi legali, i quali si riferiscono alla correttezza formale della documentazione, contrattuale e non, relativa all'intera operazione e alla solidità giuridica della struttura della stessa. In merito è importante un'attenta *due diligence* legale per eliminare, o al più minimizzare, tale rischio.

A tal fine ci si rivolge a degli *advisors*, affinché redigano una *legal opinion*, vale a dire un documento contenente i giudizi da loro espressi in seguito alla revisione della documentazione riguardante l'operazione. In genere le *legal opinions* non entrano nel merito né della validità dei crediti oggetto della cessione, né della loro attitudine a produrre i *cash flows* previsti, bensì verificano che le parti siano validamente costituite e in possesso dei requisiti e delle autorizzazioni necessari, che i documenti oggetto della consulenza siano validi ed efficaci e che il trasferimento dei crediti sia una cessione a titolo oneroso. I consulenti verificano, inoltre, che la documentazione sia conforme alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti (l. n. 130/99), nonché alle altre norme e ai regolamenti applicabili.

⁸⁵ GIANNOTTI, *op. cit.*, pag. 72 ss.

Tipicamente nella *legal opinion* sono descritte le conseguenze dell'operazione anche in termini di opponibilità della cessione rispetto alle parti e ai terzi, nonché le varie fattispecie per quanto riguarda l'assoggettamento dei pagamenti alla revocatoria e alle possibili conseguenze in caso di *default* della società – veicolo.

La struttura delle operazioni di *securitisation* è molto sofisticata e comporta un significativo livello di rischio per i portatori di *asset – backed securities*. Di conseguenza i potenziali investitori dovrebbero effettuare un'attenta analisi delle possibili conseguenze negative derivanti dalla detenzione di tali titoli confrontandola con la propria capacità a farvi fronte, al fine di decidere se la scelta di proseguire con il loro acquisto sia appropriata alla luce della propria condizione economico – finanziaria.

A tal fine, uno strumento utile per gli investitori è rappresentato dal *rating*, il quale consiste in una valutazione sintetica dei principali rischi insiti nei titoli. Esso viene assegnato dalle agenzie di *rating*, ognuna delle quali, basa i propri giudizi su criteri e metodologie diversi. Nonostante ciò, tutte prendono in considerazione, sebbene con differenti approcci, i rischi di credito, di struttura, di controparte, legale ed operativo. I parametri principali su cui verte il *rating* sono la redditività del portafoglio, la frequenza e la probabilità di riscossione dei pagamenti relativi ai crediti ceduti, la solidità ed l'adeguatezza della struttura, anche dal punto di vista legale, la professionalità e il *rating* dei soggetti coinvolti e le scelte di *credit enhancement* effettuate.

Il *rating* in un'operazione di *securitisation* è molto importante e ne costituisce uno dei principali fattori di successo, soprattutto se si considerano i recenti impieghi delle *ABS* come *collateral* nelle operazioni di finanziamento con la BCE, per le quali vi sono stringenti requisiti riguardo lo *standing* creditizio delle *asset – backed securities* che possono essere utilizzate come garanzia in tal senso.

Il ruolo delle *rating agencies* non si esaurisce con l'assegnazione del *rating* all'emissione dei titoli. Esse, infatti, svolgono un'attività di monitoraggio dell'operazione fino a scadenza della stessa, emettendo, se del caso, variazioni al *rating* originariamente assegnato. Questa eventualità non avviene solamente nel

caso di effettivo peggioramento o miglioramento della rischiosità dei titoli, ma anche nell'ipotesi di variazione delle metodologie di valutazione cui esse ricorrono. *Ceteris paribus*, dunque, se il risultato dei nuovi metodi di stima dei rischi implementati dalle agenzie di *rating* dà un risultato differente rispetto al precedente, i titoli subiranno un *downdgrade* ovvero un *upgrade*.

Le *rating agencies* sono interpellate dagli operatori coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione, anche per ottenere delle c.d. *rating agency confirmations* (in breve *RACs*), vale a dire delle conferme del *rating* attuale dei titoli a fronte di proposte di modifica alla struttura dell'operazione. L'ottenimento di una *RAC* spesso viene contrattualmente interpretata come la conferma che la modifica in questione non sia pregiudizievole per gli interessi dei portatori dei titoli.

E' chiaro, dunque, che i *rating* dei titoli e dei soggetti coinvolti sono fondamentali per il buon fine dell'attuazione e del proseguimento di un'operazione di *securitisation*.

Attualmente, le tre maggiori agenzie di *rating*, vale a dire *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*, coprono approssimativamente il 95% del mercato mondiale⁸⁶. Esse detengono, quindi, un potere oligopolistico e i loro giudizi influenzano pesantemente la stabilità dei mercati finanziari.

Poiché il loro operato è stato di recente oggetto di pesanti critiche, al fine di rendere il mercato delle agenzie di *rating* più aperto e trasparente, nonché responsabilizzare queste ultime nell'esercizio delle proprie funzioni, la Commissione Europea ha proposto l'introduzione di nuove norme.

In questa sede ci si intende soffermare solamente sulle principali novità deliberate dal Parlamento Europeo il 16 gennaio 2013, in occasione della proposta modifica al vigente regolamento europeo disciplinante le *Credit Rating Agencies (CRAs)*⁸⁷.

⁸⁶ Per una lista completa delle agenzie di *rating* registrate al *CRA Regulation (Credit Rating Agency Regulation)* vedere il sito: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>.

⁸⁷ *European Parliament legislative resolution of 16 January 2013 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) n. 1060/2009 on credit rating agency.*

Il beneficio principale che ne conseguirebbe sarebbe la possibilità per gli operatori di meglio valutare il rischio di credito dei titoli; essi avrebbero libero accesso all'*European Rating Platform*, dove saranno pubblicati i *rating* emessi dalle agenzie registrate ed autorizzate ad operare nell'UE.

Le nuove norme, inoltre, mirano anche a ridurre il conflitto di interessi tra *CRA*s e soggetti che richiedono ad esse il giudizio e a garantire maggiore trasparenza per quanto concernono informazioni sull'emittente di *ABS*, l'*originator* e lo *sponsor*, nonché sulla qualità dei crediti sottostanti l'operazione, sui flussi di cassa previsti e sulle garanzie accessorie.

Gli investitori, inoltre, avranno il diritto di avanzare, anche individualmente, un procedimento contro un'agenzia di *rating*, qualora essa sia responsabile della violazione del regolamento in questione, con dolo o colpa grave, causando un danno agli investitori stessi. Tale novità è un importante strumento per gli investitori: non sussistendo alcun rapporto contrattuale tra agenzie di *rating* ed investitori, infatti, in assenza di tale previsione, sarebbe difficile per questi ultimi citare una *rating agency* per responsabilità civile.

Al fine di "rompere" l'attuale situazione di oligopolio, inoltre, la citata proposta mira a favorire le *CRA*s con minore quota di mercato.

In materia di agenzie di *rating* la Consob ha emanato un regolamento nel quale vengono definiti i requisiti di professionalità e indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione di crediti e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano alle operazioni stesse⁸⁸. In particolare, all'art. 3 del citato regolamento si dispone che tali giudizi possono essere effettuati da operatori che:

«a) controllano o sono controllati da uno dei soggetti che partecipano all'operazione; b) sono controllati dal medesimo soggetto che controlla uno dei

⁸⁸ «Regolamento di attuazione dell'art. 2, comma 5, della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti», adottato dalla Consob con delibera n. 12175 del 2 novembre 1999.

soggetti che partecipano all'operazione; c) sono collegati ad uno dei detti soggetti».

In ogni caso, nel prospetto informativo devono essere indicati i rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'agenzia di *rating*, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati.

Le agenzie di *rating*, comunque, non valutano tutti i tipi di rischio connessi, in specie, alla detenzione di titoli *ABS*. Gli investitori, quindi, dovrebbero tener conto di tale incompletezza ed integrare il proprio giudizio sui rischi dell'investimento, confrontandoli la propria sfera economico – finanziaria.

1.4. L'implementazione di un'operazione di cartolarizzazione

Le operazioni di cartolarizzazione, pur distinguendosi per tipologie di attivo ceduto, soggetti coinvolti e contratti accessori, presentano una struttura di base sostanzialmente simile.

Per prima cosa l'*originator* si rivolge ad un operatore specializzato, c.d. *arranger*, il quale offre un servizio di consulenza per quanto riguarda la strutturazione dell'operazione. In particolare l'*arranger* svolge un ruolo fondamentale nell'analisi del portafoglio di crediti che saranno ceduti e nella predisposizione di un modello di *cash flow* dell'operazione per stimare l'andamento dei flussi di cassa in entrata e in uscita dal veicolo.

La selezione del portafoglio di crediti da cartolarizzare è una delle fasi più importanti dell'operazione. La l. n. 130/99 non pone limiti alla scelta della tipologia di attivi oggetto di cartolarizzazione (tranne nel caso di emissione di obbligazioni bancarie garantite). Da un punto di vista economico – finanziario tali attivi devono generare flussi di cassa che consentano il pagamento periodico degli interessi e il rimborso del capitale. L'importo complessivo del portafoglio deve, inoltre, essere sufficientemente elevato al fine di consentire l'assorbimento dei costi connessi all'operazione⁸⁹.

⁸⁹ BONTEMPI – SCAGLIARINI, *La securitization*, Milano, 1999, pag. 78.

Tra le principali tipologie di titoli che hanno avuto maggiore successo, in base alla natura dei crediti sottostanti, vi sono quelli legati ai mutui ipotecari: i c.d. *RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)*, i quali sono titoli garantiti da ipoteca immobiliare residenziale e i c.d. *CMBS (Commercial Mortgage Backed Security)*, che sono legati a mutui garantiti da ipoteca su immobili commerciali.

Rimanendo in ambito bancario vi sono anche i c.d. *CDO (Collateralised Debt Obligation)*, cioè titoli che hanno come garanzia reale obbligazioni o prestiti commerciali erogati da banche ovvero *tranches* di emissioni di altre cartolarizzazioni.

Tra i crediti oggetto di operazioni di *securitisation*, quelli che hanno avuto maggior successo nel mercato europeo, in particolare in quello italiano, sono i crediti originati da contratti di *leasing*, mentre tra i crediti al consumo si trovano, tra gli altri, gli *auto – loan ABS*, cioè i titoli garantiti da crediti concessi per l'acquisto di automobili. Minore fortuna, per quanto concerne il mercato italiano, hanno invece avuto le cartolarizzazioni di crediti connessi alle carte di credito, in parte, per lo scarso utilizzo di carte di credito nel nostro Paese, in parte, per le caratteristiche tecniche delle stesse.

Infine, anche i crediti vantati da uno Stato, nonché da enti pubblici e previdenziali, sono stati oggetto di cartolarizzazione. A riguardo si ricorda, tra le altre, l'operazione di cartolarizzazione di crediti contributivi vantati dall'INPS di cui alla citata legge n. 448/98⁹⁰.

Una volta individuato il portafoglio di crediti che si intendono cartolarizzare, si procede ad un'approfondita *due diligence* legale al fine di accertare i diritti del cedente sul portafoglio stesso, la libera trasferibilità dei crediti che lo compongono e dei relativi benefici accessori (ad esempio polizze di assicurazione sugli immobili) e si verifica l'effettiva possibilità di vendita *pro soluto* delle attività⁹¹.

⁹⁰ DAMILANO, *op. cit.*, pag. 31 ss.

⁹¹ COLAGRANDE – FIORE – GRIMALDI – PRANDINA, *op. cit.*, pag. 77 ss.

Compito dell'*arranger* è anche quello di relazionarsi con le controparti coinvolte nell'operazione, in particolare con le agenzie di *rating*.

Il rapporto con queste ultime è molto importante, sia nelle fasi preliminari all'emissione dei titoli, sia successivamente per tutta la durata dell'operazione. L'art. 2 della l. n. 130/99 dispone che l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di agenzie di *rating* qualora «*i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali*». La citata legge, tuttavia, non definisce cosa s'intende per "investitore professionale" ai fini dell'applicazione della stessa. Ad ogni modo nella prassi i titoli *ABS* c.d. *unrated* sono piuttosto rari. Il *rating*, infatti, è fondamentale, perché dà un'informazione sintetica e chiara del rischio di credito legato al portafoglio ceduto e quindi dei titoli emessi, dal quale dipenderà il tasso di rendimento che i portatori dei titoli esigeranno.

Una volta stabilita la struttura dell'operazione viene, quindi, predisposto il c.d. *rating book*, sulla base del quale la *rating agency* definisce l'ammontare dei titoli che può essere emesso a fronte dei crediti ceduti e la suddivisione in classi di titoli, ognuna con un diverso ordine di priorità nei pagamenti, le garanzie che devono essere predisposte per allineare la capacità di rimborso del portafoglio ceduto ai tassi di perdita previsti per il *rating* assegnato, le eventuali riserve di liquidità necessarie per coprire il rischio finanziario della *SPV*, nonché la c.d. *priority of payments*, cioè la successione dei pagamenti che saranno effettuati sulla base dei flussi provenienti dalla gestione dei crediti ceduti e delle eventuali operazioni accessorie, in favore dei portatori dei titoli e degli altri creditori del veicolo. L'agenzia di *rating*, inoltre, valuta gli eventi che potrebbero far scattare l'obbligo di rimborso anticipato dei titoli.

Alla luce del *feed – back* della *rating agency* e delle decisioni delle parti coinvolte in merito ai dettagli dell'operazione, i consulenti legali predispongono i numerosi contratti con i quali si perfezionerà l'operazione e tutta la documentazione necessaria per la costituzione della società – veicolo. Gli

advisors legali redigono, inoltre, l'*offering circular* per fornire informazioni dettagliate in merito ai titoli che saranno emessi ai potenziali sottoscrittori⁹².

L'ultima fase è quella dell'emissione e dell'eventuale collocamento dei titoli. A tal fine è necessario decidere in quali mercati collocarli e se effettuare un collocamento privato ovvero un'offerta pubblica dei titoli stessi. Nel primo caso, gli investitori istituzionali sono già stati preventivamente individuati e la sottoscrizione delle *ABS* avviene contestualmente all'emissione; nel secondo caso, viene designato un *lead manager*, il quale sottoscrive i titoli per poi collocarli sul mercato⁹³.

Nell'ipotesi di collocamento dei titoli, la complessità dell'operazione e le molteplici tipologie di investitori richiedono solitamente una fase di *pre – marketing* durante la quale viene organizzato un *road – show* di presentazione dell'operazione sulle principali piazze finanziarie sulle quali operano gli investitori *target*. Terminata questa fase, il *lead manager* e le altre istituzioni finanziarie deputate al collocamento provvedono all'allocazione dei titoli e al trasferimento del relativo netto ricavo alla società – veicolo, la quale, a sua volta, estinguerà il debito in essere nei confronti del cedente, che era sorto dall'acquisto del portafoglio di crediti⁹⁴.

1.5. La struttura contrattualistica

Le operazioni di cartolarizzazione vengono strutturate attraverso la sottoscrizione di molteplici contratti che regolano i rapporti tra le parti. Essi possono essere raggruppati in due macro – categorie: i c.d. “contratti relativi alla cessione” e “i contratti relativi all'emissione”. In questa sede s'intende descrivere, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le caratteristiche principali

⁹² CASELLI – GATTI, *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*. Roma, 2005, pag. 21 ss.

⁹³ COLAGRANDE – FIORE – GRIMALDI – PRANDINA, *op. cit.*, pag. 101.

⁹⁴ CASELLI – GATTI, *op. cit.*, pag. 22.

dei vari contratti al fine di dare una rappresentazione dell'architettura contrattuale di una tipica operazione di *securitisation*.

1.5.1. I contratti relativi alla cessione

Tra i contratti appartenenti a questo primo gruppo il principale è, appunto, il contratto di cessione.

Esso viene stipulato tra l'*originator* (cedente) e la società – veicolo (cessionario) ed ha come effetto la cessione, *pro soluto* ed in blocco, dei crediti che costituiranno la garanzia fondamentale sottostante ai titoli di futura emissione.

Come già detto, l'acquisto del portafoglio è finalizzato alla realizzazione da parte dell'acquirente di un'operazione di cartolarizzazione ai sensi della l. n. 130/99 e il prezzo di acquisto è finanziato dall'acquirente con i proventi derivanti dall'emissione dei titoli. La non realizzazione dell'operazione di *securitisation*, costituita dalla mancata emissione delle *ABS*, entro una determinata scadenza, costituisce una delle condizioni risolutive del contratto.

Il documento contrattuale comprende anche la descrizione dei “criteri di blocco” dei crediti ceduti, oltre all'elenco dei singoli crediti oggetto del trasferimento e dei relativi privilegi accessori, delle garanzie e delle cause di prelazione, che, nonostante la cessione, manterranno validità, efficacia e grado.

Nell'ipotesi in cui vengano inclusi attivi che non rispettino i “criteri di blocco” ovvero non siano stati ceduti attivi aventi tali caratteristiche, il portafoglio verrà corretto rispettivamente escludendo od includendo i crediti in questione.

In caso di discrasia tra i “criteri di blocco” e l'elenco dei singoli crediti, quindi, prevarranno i “criteri di blocco”.

In genere si stabilisce, tra l'altro, che in assenza di preventiva autorizzazione scritta da parte della società cessionaria e fatto salvo quanto stabilito nelle procedure creditizie di riscossione e di recupero, l'*originator* dovrà astenersi dall'intraprendere qualsiasi azione che abbia come conseguenza, immediata o differita, quella di causare l'invalidità di uno dei qualsiasi crediti ceduti o, in

qualunque modo, pregiudicarne la riscossione. Esso non può, oltre a ciò, prorogare, rescindere, annullare, rimettere, risolvere o comunque modificare qualsivoglia credito e deve astenersi dal compiere qualsiasi atto che possa causare il venir meno, in tutto o in parte, delle garanzie a favore dei crediti stessi. Il cedente si asterrà, dunque, dal compiere alcuna attività in relazione ai crediti che possa avere effetto pregiudizievole sugli stessi.

Vengono eventualmente inserite anche delle clausole che prevedono l'opzione di riacquisto dei crediti da parte del cedente, definendone le condizioni.

Per prassi, inoltre, sono presenti anche le c.d. clausole di “ricorso limitato” in base alle quali ogni pagamento dovuto dalla società – veicolo ai sensi del contratto di cessione costituisce un'obbligazione ad esigibilità limitata: sarà esigibile nei limiti del minore tra l'importo nominale del relativo credito e la somma eventualmente disponibile alla *SPV* per il soddisfacimento della stessa nel rispetto dell'ordine di priorità dei pagamenti, ovvero, nel caso del corrispettivo, l'importo ricevuto dall'acquirente quale prezzo di sottoscrizione dei titoli.

Le suddette obbligazioni di pagamento dell'acquirente, che siano rimaste eventualmente insolute in esito all'esaurimento di tutte le procedure volte all'incasso ed eventuale recupero dei crediti, si estingueranno per effetto di rinuncia ai relativi crediti da parte del cedente in favore del veicolo.

Importante è anche la clausola detta di “*non petition*”, secondo la quale l'*originator* si impegna a non presentare alcuna istanza per sottoporre il veicolo ad alcuna procedura concorsuale ed a non intraprendere azioni legali che possano avere l'effetto di sottoporre la *SPV* ad alcuna procedura concorsuale, fino ad una certa data successiva a quella in cui i titoli emessi siano stati integralmente rimborsati o cancellati.

Strettamente connesso al contratto di cessione è il contratto di garanzia ed indennizzo, anch'esso sottoscritto tra *originator* e società – veicolo. Tale contratto si sostanzia in un dettagliato elenco di dichiarazioni e garanzie, rilasciate dall'*originator* a vantaggio della *SPV*, relative a precise qualità che devono avere i crediti oggetto della cessione. Altri temi oggetto di tali dichiarazioni e garanzie sono, ad esempio, quelli relativi allo *status*

dell'*originator*, alla titolarità ed all'esistenza dei crediti ceduti, alle caratteristiche dei contratti relativi a questi ultimi, alla sussistenza di garanzie accessorie. Il cedente, inoltre, dichiara e garantisce che i crediti sono conformi alle leggi, ai regolamenti e alle procedure. Le garanzie rilasciate dall'*originator* variano, in ogni caso, in base al tipo di attivo ceduto. A titolo esemplificativo, per i crediti relativi a mutui garantiti da ipoteca su immobili residenziali, il cedente garantisce, tra l'altro, l'esistenza degli immobili e le qualità che gli stessi devono avere facendo riferimento anche alle specifiche perizie rilasciate a riguardo. L'*originator*, tuttavia, non garantisce la solvibilità dei debitori ceduti.

Un altro contratto appartenente al blocco cessione è il contratto di *servicing*, il quale viene sottoscritto dal *servicer* (che spesso coincide con l'*originator*) e dalla società – veicolo. Con tale contratto viene conferito al *servicer* il mandato con rappresentanza ai fini della gestione, amministrazione, incasso e recupero dei crediti per l'intero periodo in cui l'operazione di cartolarizzazione è in essere.

Possono ricoprire tale ruolo solamente quei soggetti in possesso dei requisiti richiesti dalla legge, dalla regolamentazione applicabile e dalle competenti autorità di vigilanza. In particolare l'art. 2, comma 6, l. n. 130/99, precisa che l'attività di *servicing* possa essere svolta «*da banche o da intermediari finanziari iscritti all'albo previsto dall'art. 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. Gli altri soggetti che intendono prestare i servizi indicati nel comma 3, lettera c), chiedono l'iscrizione nell'albo previsto nell'art. 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, anche qualora non esercitino le attività indicate nel comma 1 del medesimo articolo purché possiedano i relativi requisiti*⁹⁵»⁹⁶.

⁹⁵ Art. 106 t.u.b.: «*Albo degli intermediari finanziari - 1. L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia*».

⁹⁶ Si ricorda che il Titolo V del t.u.b. è stato oggetto di riformulazione con l'art. 7, d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, mediante il quale è venuto meno l'elenco speciale degli intermediari finanziari di cui al precedente art. 107 t.u.b.. Prima di tale intervento legislativo, l'art. 2, comma 6, l. n. 130/99 disponeva che l'attività di *servicing* potesse essere svolta da «*banche o da*

Sottoscrivendo tale accordo, il *servicer* si impegna a promuovere le azioni necessarie per la tutela delle ragioni di credito dell'acquirente e a mantenere le garanzie relative ai crediti valide ed efficaci. Tra i suoi compiti rientra anche la cura dei rapporti con i debitori ceduti, compresi l'invio delle comunicazioni e la conclusione di trattative (sebbene nei limiti del contratto in questione).

Al fine del recupero dei crediti, l'incarico del *servicer* comprende altresì quello di promuovere e continuare le azioni ed esercitare i diritti dell'acquirente, anche attraverso procedimenti giudiziali.

Periodicamente, inoltre, esso dovrà predisporre e consegnare alla società – veicolo un rapporto del proprio operato con i dettagli sugli incassi e sulla *performance* del portafoglio, nonché mantenere ed aggiornare separate scritture contabili relative ai crediti medesimi.

Oltre ai compiti sopra elencati, il *servicer* ha anche quello di controllare e verificare la correttezza delle operazioni e la loro conformità alla legge e al prospetto informativo secondo quanto disposto dall'art. 2, comma 6-*bis* della l. n. 130/99.

Il *servicer* dovrà munirsi di strutture di controllo autonome rispetto a quelle operative, al fine di assicurare l'ottemperanza delle obbligazioni che esso ha assunto con la sottoscrizione del contratto di *servicing*.

Alle funzioni del *servicer* sopra citate, si aggiungono quelle di collaborazione, non solo con l'acquirente, ma anche con le autorità di vigilanza. A titolo esemplificativo, esso sarà tenuto ad effettuare segnalazioni, ove previste, ai sensi della legge sulla cartolarizzazione e delle relative disposizioni di attuazione, delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, ivi inclusi gli adempimenti in materia antiriciclaggio⁹⁷.

Nell'adempimento delle obbligazioni derivanti dalla sottoscrizione del contratto di *servicing*, il *servicer* dovrà agire in buona fede e con la migliore

intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del testo unico bancario».

⁹⁷ Con la derubricazione delle società – veicolo dall'elenco di cui all'art. 106 t.u.b. sono venuti meno per le stesse gli obblighi in materia di antiriciclaggio, i quali sono passati in capo al *servicer*.

diligenza professionale, svolgendo il proprio incarico nell'interesse dei portatori dei titoli.

Data l'importanza delle funzioni svolte dal *servicer*, è necessario, per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione, che la sua presenza sia assicurata fino a scadenza della stessa e che esso si trovi nelle condizioni di poter adempiere alle proprie obbligazioni. Per tale motivo, nel contratto in specie viene dichiarato, *inter alia*, che, al momento della sottoscrizione, il *servicer* è solvente, non esistono fatti o circostanze che potrebbero renderlo insolvente o incapace di adempiere diligentemente le proprie obbligazioni o di esporlo ad eventuali procedure concorsuali e che non è stata adottata alcuna misura societaria per la liquidazione o lo scioglimento dello stesso. Si afferma, inoltre, che non sono state avviate, né sono pendenti, né incombenti azioni o procedure amministrative da parte, o innanzi a qualsiasi autorità giudiziaria o altro ufficio che possano determinare un effetto negativo rilevante sull'attività d'impresa o sulla posizione economico – finanziaria del *servicer*.

Nel contratto vengono definite anche le giuste cause di revoca del mandato *ex art. 1725 c.c.*⁹⁸; tra queste, le più frequenti sono, ad esempio, il mancato versamento dei pagamenti alla società – veicolo entro i termini fissati (generalmente qualche giorno), l'inadempimento di altre obbligazioni derivanti dal contratto, la non veridicità delle dichiarazioni e garanzie tale da pregiudicare gli interessi del veicolo o dei portatori dei titoli, l'assunzione di comportamenti illeciti ovvero la dichiarazione di insolvenza, liquidazione coatta amministrativa, amministrazione straordinaria, scioglimento o simili del *servicer* stesso.

Al fine di assicurare la continuità dell'attività di *servicing*, può essere identificato un *back – up servicer*, il quale si impegna a subentrare in qualità di *servicer* qualora il *servicer* inizialmente nominato venga revocato o si trovi

⁹⁸ Art. 1725 c.c.: «Revoca del mandato oneroso – 1. La revoca del mandato oneroso, conferito per un tempo determinato o per un determinato affare, obbliga il mandante a risarcire i danni, se è fatta prima della scadenza del termine o del compimento dell'affare, salvo che ricorra una giusta causa. 2. Se il mandato è a tempo indeterminato, la revoca obbliga il mandante al risarcimento, qualora non sia dato un congruo preavviso, salvo che ricorra una giusta causa».

nell'impossibilità di esercitare le proprie funzioni. Alternativamente o in aggiunta può essere nominato anche un *back – up servicer facilitator* il cui compito è quello di ricercare un *back – up servicer* avente i requisiti necessari, nei casi previsti dalla documentazione contrattuale, tipicamente in seguito alla perdita dei requisiti minimi di *rating*.

Altro contratto facente parte del blocco cessione è il contratto di *corporate servicing*, il quale viene sottoscritto dalla società – veicolo e dal *corporate servicer*. Quest'ultimo si occupa della gestione contabile, societaria, fiscale e segnaletica della *SPV*. Esso dispone direttamente delle informazioni riguardanti gli eventi di gestione ordinaria, infatti riceve dati gestionali e contabili dai diversi soggetti coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione. Ogni flusso informativo deve essere separato, non confuso e rintracciabile durante tutta la durata dell'operazione, perciò è necessario che disponga di una struttura amministrativa e contabile idonea. Si ricorda che il veicolo non può avere dipendenti, pertanto la presenza di tale soggetto è necessaria per garantire il funzionamento della *SPV*.

1.5.2. I contratti relativi all'emissione

I contratti relativi all'emissione hanno lo scopo di regolare le attività e le relazioni tra i soggetti che partecipano all'operazione durante il periodo di circolazione dei titoli. Vi fa parte altresì il contratto di gestione della cassa e dei pagamenti, c.d. *cash allocation, management and payment agreement* (in breve *CAMPA*). Esso viene sottoscritto tra la *SPV* (spesso denominata anche *issuer*, cioè emittente; questo nel caso in cui, oltre ad essere cessionaria del portafoglio dei crediti, sia anche emittente delle *asset – backed securities*) e, in genere, tra i seguenti agenti:

- l'*account bank*, cioè la banca depositaria dei conti correnti della *SPV*. Essa si occupa, tra l'altro, dell'invio degli estratti conto, dell'esecuzione dei pagamenti che gli vengono istruiti e fornisce le informazioni relative ai conti correnti eventualmente richiesti dalle controparti;

- il *cash manager*, vale a dire l'agente che gestisce i flussi di cassa dell'operazione investendoli, in nome e per conto della società – veicolo, in attività che rispettino determinate qualità in termini di rischio e rendimento (c.d. *eligible investments*). Il resoconto del suo operato viene riassunto in periodici resoconti (c.d. *cash manager reports*) che vengono inviati alla *SPV*;

- il *paying agent*, il quale principalmente si occupa di effettuare i pagamenti a favore dei portatori dei titoli e di gestire i rapporti con i sistemi di compensazione (ad esempio Monte Titoli, *Euroclear* e *Clearstream*);

- il *computation agent*, il quale, sulla base di dati ed informazioni ricevuti dagli altri agenti che intervengono nell'operazione di cartolarizzazione, calcola gli importi che il veicolo dovrà pagare ai portatori dei titoli e agli altri suoi creditori, nonché quelli riscossi sulla base della gestione del portafoglio e degli altri contratti connessi all'operazione.

Nel *CAMPA* vengono nominati l'*account bank*, il *cash manager*, il *paying agent* e il *calculation agent* e sono definiti i compiti di ciascun agente, con riguardo anche ai tempi e ai modi in cui essi devono redigere i vari *reports*, nonché i compensi spettanti ad ognuno di essi. Sono, inoltre, indicati i requisiti in termini di *rating* minimo tipicamente richiesti al *paying agent* e all'*account bank* pena la loro sostituzione. Oltre a ciò, sono descritti i diversi conti correnti che saranno utilizzati durante l'operazione definendo, per ciascuno di essi, il contenuto e il funzionamento.

Tra i contratti disciplinanti l'emissione c'è anche quello di sottoscrizione dei titoli (*subscription agreement*). Le parti che lo sottoscrivono sono: la società – veicolo (*issuer*), l'*originator* e il *lead manager/subscriber*. Esso può prevedere la sottoscrizione dei titoli da parte del *lead manager* per il futuro collocamento pubblico ovvero da parte del *subscriber*, il quale spesso, soprattutto *post* crisi finanziaria, coincide con l'*originator*, che utilizzerà questi titoli come *collateral* per le operazioni di finanziamento con la BCE.

In tale contratto viene definito, *inter alia*, l'impegno del *lead manager/subscriber* a sottoscrivere e pagare i titoli in base alle condizioni stabilite nel contratto stesso e viene nominato il rappresentante dei portatori dei titoli.

Al *subscription agreement* sono allegati le c.d. *terms and conditions of the notes*, nelle quali sono definite le caratteristiche dei titoli. *Inter alia*, sono specificati la forma e la denominazione dei titoli (ad esempio: se sono titoli al portatore e il loro taglio minimo), l'ordine dei pagamenti ai portatori dei titoli e degli altri creditori del veicolo *pre e post trigger notice*⁹⁹, i *covenants* (cioè gli impegni della SPV a non compiere determinate azioni), le date del pagamento degli interessi e le modalità di calcolo del tasso di interesse sui titoli, i casi di rimborso dei titoli (a scadenza dell'operazione o anticipatamente), le clausole di ammortamento accelerato dei titoli e quelle di *limited recourse e non – petition*.

Nelle c.d. *rules of the organisation of noteholders* (cioè le regole per l'organizzazione dei portatori dei titoli), che sono allegati alle *terms and conditions of the notes*, si trovano, tra l'altro, alcune disposizioni riguardanti il rappresentante dei portatori dei titoli, disciplinanti, ad esempio, i poteri e i doveri di cui esso è investito. Nelle *rules of the organisation of noteholders* viene descritto nel dettaglio il funzionamento delle assemblee dei portatori dei titoli: casi di convocazione e modalità di svolgimento, *quorum* costitutivi e deliberativi, fattispecie che richiedono la convocazione dell'assemblea straordinaria.

Tra i contratti relativi all'emissione vi è anche il contratto di mandato (*mandate agreement*) stipulato tra la società – veicolo, in qualità di mandante, e il rappresentante dei portatori dei titoli (*representative of the noteholders*, in breve *RON*), in qualità di mandatario. Mediante questo contratto la SPV conferisce al *RON* mandato irrevocabile, in *rem propriam* (cioè nell'interesse prevalente del mandatario e di terzi) nell'interesse e a favore dei portatori dei titoli e degli altri creditori dell'emittente, ai sensi dell'art. 1723 c.c.¹⁰⁰.

⁹⁹ Una *trigger notice* è un avviso inviato dal *RON* alla *SPV*, nella quale si dichiara che i titoli sono interamente esigibili anticipatamente in quanto si è verificato un *trigger event*.

¹⁰⁰ Art. 1723 c.c. «Revocabilità del mandato – 1. Il mandante può revocare il mandato; ma, se era stata pattuita l'irrevocabilità, risponde dei danni, salvo che ricorra una giusta causa. 2. Il mandato conferito anche nell'interesse del mandatario o di terzi non si estingue per revoca da parte del mandante, salvo che sia diversamente stabilito o ricorra una giusta causa di revoca; non si estingue per la morte o per la sopravvenuta incapacità del mandante».

Il mandatario ha il compito di esercitare ogni diritto della parte mandante (*SPV*) che scaturisce dai documenti dell'operazione di cui il veicolo è parte. E' escluso, tuttavia, l'esercizio dei diritti di incasso e recupero crediti e dei servizi di cassa e pagamento in quanto spettanti al *servicer* ai sensi del contratto di *servicing*.

In generale, il *RON* è tenuto ad intervenire in caso di inerzia da parte del veicolo nell'esercitare diritti derivanti dai contratti, se tale inerzia comporta un pregiudizio per i portatori dei titoli e per gli altri creditori della *SPV* oppure in seguito al verificarsi di un *trigger event*, vale a dire un evento di particolare gravità individuato nella documentazione contrattuale (ad esempio fallimento del veicolo, mancato pagamento delle somme dovute ai portatori dei titoli). In caso di *trigger event*, è addirittura vietato al veicolo di esercitare i suddetti diritti e la loro amministrazione spetta esclusivamente al *RON*, al fine di garantire una maggiore tutela ai portatori dei titoli e agli altri creditori della *SPV*.

Il conferimento del mandato permane sino all'integrale, definitivo ed irrevocabile soddisfacimento delle obbligazioni da adempiere per la tutela degli interessi dei portatori dei titoli e degli altri creditori.

In genere si inserisce una clausola, la quale dispone che qualora il *RON* abbia esercitato la propria discrezionalità secondo buona fede e nell'interesse dei portatori dei titoli, ovvero sulla base del parere richiesto ad un consulente terzo di riconosciuta autorevolezza, nessun danno, pretesa od azione potrà essere richiesta, avanzata o intentata dal mandante, salvo in caso di dolo o colpa grave del rappresentante.

A garanzia dei portatori dei titoli e dei creditori che possono vantare, a vario titolo, pretese sul patrimonio separato, viene predisposto anche un contratto di pegno (*deed of pledge*), il quale viene sottoscritto dalla *SPV*, dal *RON* e dall'*account bank*. Esso ha come oggetto la creazione di una garanzia reale su tutti i crediti e i diritti di natura pecuniaria, esistenti e futuri (diversi dai crediti e dai relativi incassi) e tutte le somme che si riceveranno di volta in volta in relazione ai diritti di natura pecuniaria (inclusi pretese, indennizzi, risarcimenti dei danni, penali, crediti e garanzie) di cui la società – veicolo è o sarà titolare ai sensi dei, o in relazione ai, documenti contrattuali e nei confronti delle rispettive

controparti, nonché ogni altro diritto, ragione e pretesa inerenti od accessori ai predetti diritti.

Ogni garanzia pignorizia rimarrà valida fintantoché le obbligazioni cui si riferiscono le attività pignorate siano state integralmente soddisfatte od estinte ovvero tutti i pagamenti fatti in adempimento delle obbligazioni cui si riferiscono non siano più soggetti a revocatoria fallimentare per l'avvenuto compimento del termine durante il quale può essere esperita tale azione in base alla legge.

Il rappresentante dei portatori dei titoli ha il potere di rappresentanza attiva e passiva, sostanziale e processuale, della parte creditrice in relazione ai diritti di pegno derivanti dal *deed of pledge* e ha la facoltà di intraprendere ogni azione giudiziaria, anche di natura cautelare, in relazione alla tutela dell'oggetto del pegno e alla sua escussione.

Altri contratti che possono essere stipulati per il compimento di un'operazione di cartolarizzazione sono quello relativo ad un eventuale prestito subordinato, solitamente concluso tra *SPV* e *originator* oppure il contratto di *hedging*.

In quest'ultimo caso, in genere si sottoscrivono accordi di *interest rate swap* tra la società – veicolo e la controparte *swap*. Esso è un contratto di diritto inglese costituito da vari documenti:

- l'*ISDA master agreement* (predisposto, aggiornato ed edito dalla *International Swap Dealers Association, Inc*) è un contratto che non contiene le condizioni “commerciali” del derivato, bensì quelle *standard*, come, a titolo esemplificativo, i principali *events of default* (principalmente inadempimenti e/o violazioni contrattuali ovvero l'assoggettamento a procedure concorsuali di una delle parti) e *termination events* (cioè eventi, diversi dall'inadempimento, ma ritenuti comunque idonei a modificare l'assetto dei rapporti esistenti tra le parti all'atto della conclusione del contratto, quali, ad esempio, l'entrata in vigore di una legge o di un regolamento che renda illecito l'adempimento degli obblighi derivanti dal contratto di *swap* oppure il verificarsi di una variazione nel regime fiscale tale da rendere antieconomico il proseguimento dell'operazione). Nell'*ISDA master agreement* sono, altresì, indicate le conseguenze del verificarsi

di tali circostanze, come la risoluzione del contratto, automatica o successiva alla mancata posta in essere dei rimedi entro i termini stabiliti;

- la *schedule* all'*ISDA master agreement*, nella quale sono indicate le clausole negoziate tra le parti, che integrano le previsioni dell'*ISDA master agreement*. In genere nella *schedule* sono previsti ulteriori *events of default* e *termination events* e le relative conseguenze, sono disciplinati i rapporti tra le parti, nonché i diritti e le responsabilità delle stesse. Vi figurano, inoltre, i requisiti di *rating* di cui la controparte *swap* deve godere ed i rimedi in caso *rating trigger*;

- il *credit support annex*, il quale contiene le regole per la determinazione delle garanzie reali che la *swap counterparty* dovrà versare alla *SPV*, in ragione all'obbligo, futuro ed eventuale, derivante dalla risoluzione anticipata dell'operazione della controparte *swap* stessa;

- la *confirmation*, in cui sono definiti gli elementi economici specifici dell'operazione.

Strettamente legato al contratto di *swap* è il c.d. *deed of charge* sottoscritto tra il veicolo e il *RON* (che agisce, sia per conto dei portatori dei titoli, sia per conto degli altri creditori del veicolo). E' un contratto di diritto inglese volto a costituire una garanzia reale sui diritti monetari derivanti dallo *swap* e da altri eventuali contratti retti dal diritto inglese a favore dei portatori dei titoli e degli altri creditori del veicolo.

La *SPV*, l'*originator*, il *RON* e i soci (o il socio nel caso un cui la società – veicolo sia unipersonale) possono concludere un accordo parasociale, mediante il quale sono stabilite, in aggiunta allo statuto del veicolo stesso, delle norme per la gestione di quest'ultima società da parte dell'amministratore unico o del consiglio di amministrazione ed i vincoli a cui i soci (o il socio unico) accettano di sottoporsi nell'esercizio dei loro diritti (come, ad esempio, le norme per la cessione delle quote della *SPV*).

Uno dei principali contratti relativi all'emissione è il c.d. *intercreditor agreement*, il quale definisce i rapporti tra la società – veicolo e gli altri creditori (c.d. *other issuer creditors*). In genere con tale espressione ci si riferisce a: l'*originator*, il *servicer*, il *corporate servicer*, il *computation agent*, l'*account*

bank, il *cash manager*, il *paying agent*, il *lead manager* (il quale si occupa del collocamento dei titoli), l'*hedging counterparty* (di solito si tratta della controparte *swap*) e il rappresentante dei portatori dei titoli.

Tale documento contiene, tra l'altro, disposizioni in merito a poteri, doveri e responsabilità del *RON* e clausole che disciplinano eventuali ipotesi di conflitto di interessi tra portatori di titoli di classi diverse (ad esempio tra detentori di titoli *senior* e detentori di titoli *junior*) e tra portatori dei titoli e *other issuer creditors*.

Nell'*intercreditor agreement* le parti, inoltre, riconoscono ed accettano che i fondi disponibili presso la *SPV* siano distribuiti solo a date prestabilite e con un certo ordine di priorità (c.d. *order of priority*).

Anche in questo contratto sono riportate le clausole di *non petition* e *limited recourse* con le quali si mira ad evitare il fallimento del veicolo.

1.6. La qualificazione giuridica della cartolarizzazione

1.6.1. La vendita dei crediti ceduti e l'emissione di un prestito

Come detto, le operazioni di cartolarizzazione effettuate ai sensi della l. n. 130/99 si attuano mediante cessione a titolo oneroso di uno o più crediti ad una società – veicolo, avente i requisiti previsti dalla stessa legge, la quale si procura il corrispettivo dovuto per la loro acquisizione attraverso l'emissione di titoli. La *SPV* dovrà pagare ai portatori dei titoli gli interessi pattuiti, nonché restituire loro il capitale, utilizzando le somme provenienti dalla riscossione dei crediti ceduti. A garanzia degli investitori, la società – veicolo risponderà con il patrimonio separato costituito dal portafoglio di attivi acquisiti.

Secondo una possibile ricostruzione giuridica, la fase di cessione dei crediti sarebbe riconducibile ad una vendita tra il titolare dei crediti (venditore) e la *SPV* (acquirente), mentre l'emissione dei titoli e conseguente sottoscrizione da parte degli investitori rientrerebbe nella fattispecie del mutuo: i sottoscrittori concederebbero alla società – veicolo un prestito caratterizzato dal fatto che degli obblighi di restituzione del capitale e di pagamento delle cedole, il veicolo

risponderebbe solo col portafoglio ceduto, al cui acquisto il prestito era finalizzato. Si tratterebbe, in questo caso, di un contratto di prestito assimilabile al mutuo di scopo. Da ciò consegue che alla *SPV* deriverebbe l'ulteriore obbligazione di impiegare il denaro ricevuto in prestito nell'attività di cartolarizzazione¹⁰¹.

Per quanto riguarda la possibilità di ravvisare una vendita nella cessione dei crediti, si osserva, tuttavia, che la società – veicolo non ha la libera disposizione degli stessi. Si ha, quindi, una “formale” intestazione dei crediti in capo alla *SPV*, ma non un reale ingresso dei medesimi nel suo patrimonio. Essi, infatti, confluiscono in un patrimonio separato.

Si precisa, inoltre, che si tratterebbe di una vendita condizionata sospensivamente, in quanto il reperimento del corrispettivo dipende dall'emissione e dal collocamento dei titoli. Tale condizione si ritrova tipicamente anche nei contratti di cessione, in cui la mancata emissione entro un certo termine è una delle cause di risoluzione del contratto stesso.

In merito si afferma che il reperimento della somma attraverso l'emissione delle *ABS* è una circostanza attinente alla fase di formazione del contratto, poiché le parti si riferiscono in forma condizionale ad uno degli elementi necessari per integrare la fattispecie contrattuale, mostrando di condividere le modalità con cui esso viene ad esistenza. L'attività del cessionario, quindi, è un requisito strutturale della convenzione. Appare evidente che la prestazione della società – veicolo non può dirsi coincidente con quella dell'acquirente, poiché essa si obbliga non soltanto a “dare”, ma anche a “fare”¹⁰².

La fattispecie contrattuale che si può rinvenire può essere quella del contratto di servizi, nel quale la realizzazione dell'attività di emissione da parte della cessionaria assumerebbe rilievo causale nell'accordo. Anche in questo caso, tuttavia, non si riuscirebbe a spiegare la ragione per cui il veicolo, pur diventando titolare dei crediti ceduti, non ne ha la libera disponibilità.

¹⁰¹ FRAGALI, *Finanziamento*, (voce) in *Enciclopedia del diritto*, XVII, Milano, 1968, pag. 611.

¹⁰² CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002, pag. 65 ss.

L'assenza della garanzia patrimoniale dell'emittente per la restituzione del prestito, e l'assunzione in capo al finanziatore, non al finanziato, del rischio di insolvenza dei debitori ceduti, mettono in discussione anche la ricostruzione dell'emissione delle *ABS* come un contratto di mutuo.

Le considerazioni su esposte suggeriscono di individuare nei portatori dei titoli i "veri" titolari dei crediti, nonostante la società – veicolo ne resti il soggetto "formalmente" intestatario. In questo senso, la cessione avrebbe come effetto finale il trasferimento dei crediti, non alla *SPV*, bensì agli investitori. Questa teoria si riscontra anche nella struttura del bilancio del veicolo, nel quale, in conformità alle norme emanate da Banca d'Italia, i crediti cartolarizzati vanno registrati in nota integrativa.

La società – veicolo ricoprirebbe un ruolo analogo a quello di un commissionario che acquista i crediti dal cedente per conto degli investitori, ma in nome proprio, obbligandosi, pertanto, personalmente nei confronti dell'altro contraente¹⁰³.

In questi termini, non potrebbe più parlarsi di prestito, in quanto il pagamento effettuato dagli investitori rappresenterebbe il corrispettivo del trasferimento dei crediti.

I titoli emessi incorporerebbero, così, la titolarità di un complesso di crediti e ciascuno di essi rappresenterebbe la qualità di contitolare indiretto *pro quota* di quello stesso complesso. In base a tale ricostruzione, si giustificherebbe anche il fatto che gli effettivi sostenitori del rischio di credito siano i portatori dei titoli.

1.6.2. Lo schema del mandato senza rappresentanza

L'art. 3, comma 2, l. n. 130/99 fa rientrare esplicitamente i portatori dei titoli tra i soggetti creditori della società – veicolo. Esso, infatti, dispone 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*». Ciò,

¹⁰³ CAROTA, *op. cit.*, pag. 71 ss.

tuttavia, non è necessariamente indice di una struttura debitoria del rapporto che li coinvolge.

Dalla lettera della norma si può cogliere un parallelismo con quanto disposto riguardo ai creditori del mandatario, di cui all'art. 1707 c.c.: *«I creditori del mandatario non possono far valere le loro ragioni sui beni che, in esecuzione del mandato, il mandatario ha acquistato in nome proprio, purché, trattandosi di beni mobili o di crediti, il mandato risulti da scrittura avente data certa anteriore al pignoramento, ovvero, trattandosi di beni immobili o di beni mobili scritti in pubblici registri, sia anteriore al pignoramento la trascrizione dell'atto di ritrasferimento o della domanda giudiziale diretta a conseguirlo»*. Entrambe le norme, nonostante la diversa formulazione, sembrano svolgere la medesima funzione di proteggere l'interesse del mandante evitando che i beni acquistati per suo conto possano essere oggetto di pretese da parte di soggetti diversi dallo stesso mandante. Tali beni, per effetto del mandato, una volta acquistati dal mandatario, si trasferiscono automaticamente, ma non direttamente, in capo al mandante¹⁰⁴.

Analogamente a quanto previsto dal codice civile, l'art. 3, comma 2, l. n. 130/99 consente di sottrarre all'aggressione dei creditori della SPV (mandataria) i crediti destinati ad essere acquisiti, in via finale, dagli investitori (mandanti).

Per quanto riguarda l'efficacia e l'opponibilità della cessione del credito, si dovrà attribuire alla "sostituzione" di cui all'art. 1705 c.c.¹⁰⁵ la funzione di rendere opponibile al debitore ceduto (terzo contraente) l'acquisto del credito da parte del mandante. Ai sensi del secondo comma del medesimo articolo, al mandante non è permesso l'esercizio dei diritti di credito derivanti dall'esecuzione del mandato in sostituzione del mandatario, qualora ciò possa

¹⁰⁴ CARRARO, *Il mandato ad alienare*, Padova, 1983, pag. 10 ss.

¹⁰⁵ Art. 1705 c.c.: *«Mandato senza rappresentanza – 1. Il mandatario che agisce in proprio nome acquista i diritti e assume gli obblighi derivanti dagli atti compiuti con i terzi, anche se questi hanno avuto conoscenza del mandato. 2. I terzi non hanno alcun rapporto col mandante. Tuttavia il mandante, sostituendosi al mandatario, può esercitare i diritti di credito derivanti dall'esecuzione del mandato, salvo che ciò possa pregiudicare i diritti attribuiti al mandatario dalle disposizioni degli articoli che seguono»*.

pregiudicare i diritti attribuiti al mandatario dalle disposizioni degli articoli successivi. Ad esempio, applicando l'art. 1721 c.c.¹⁰⁶ alle operazioni di cartolarizzazione, la titolarità dei crediti in capo agli investitori (mandanti) e la legittimazione degli stessi al loro indiretto esercizio potrebbero ritenersi precluse dall'esistenza di ragioni creditorie della *SPV* (mandataria) da tutelare mediante il meccanismo della prededuzione dei costi inerenti alla cartolarizzazione, giustificando, così, la struttura debitoria del rapporto¹⁰⁷.

Si osserva, inoltre, che la *SPV*, ai sensi della legge sulla cartolarizzazione dei crediti, ha anche il compito di gestire i crediti acquisiti e le somme corrisposte dai debitori ceduti fino al termine dell'operazione¹⁰⁸. Alla luce di ciò, è plausibile ritenere che la società – veicolo (mandataria) conservi la titolarità dei crediti trasferiti, non avendo ancora adempiuto alle proprie obbligazioni gestorie per conto degli investitori (mandanti), i quali hanno come interesse quello di trarre dalla complessiva operazione, demandata alla *SPV* (mandataria), gli utili quantificabili nella differenza tra l'ammontare delle somme pagate dai debitori ceduti e la somma del prezzo di acquisizione dei crediti più i costi dell'operazione.

Si precisa, inoltre, che la gestione effettuata dalla *SPV* ha carattere conservativo: essa si deve limitare ad amministrare il patrimonio separato in attesa del momento in cui, ai sensi della documentazione contrattuale, possa procedere al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli, evitando che, nel frattempo esso subisca perdite di valore.

L'attribuzione alla società – veicolo del ruolo di mandataria senza rappresentanza giustifica la previsione secondo la quale i costi dell'operazione possono essere dedotti dalle somme corrisposte dai debitori ceduti, al pari di quanto parallelamente previsto all'art. 2, comma 3, lett. *h*), l. n. 130/99. Come

¹⁰⁶ Art. 1721 c.c.: «Diritto del mandatario sui crediti – Il mandatario ha diritto di soddisfarsi sui crediti pecuniari sorti dagli affari che ha conclusi, con precedenza sul mandante e sui creditori di questo».

¹⁰⁷ CAROTA, *op. cit.*, pag. 78 ss.

¹⁰⁸ Si ricorda che l'attività di gestione del portafoglio ceduto e delle somme corrisposte dai debitori ceduti non viene svolta direttamente dalla società – veicolo, bensì dal *servicer*.

accennato, ai sensi dell'art. 1721 c.c., viene permesso al mandatario il diritto di soddisfarsi sui crediti pecuniari sorti dagli affari che ha concluso con precedenza sul mandante e sui creditori di questo¹⁰⁹.

1.6.3. Lo schema dell'associazione in partecipazione

Ulteriore qualificazione giuridica della cartolarizzazione consiste nel far rientrare la stessa nel modello dell'associazione in partecipazione, ai sensi dell'art. 2549 c.c., il quale dispone che «*Con il contratto di associazione in partecipazione l'associante attribuisce all'associato una partecipazione agli utili della sua impresa o di uno o più affari verso il corrispettivo di un determinato apporto*».

In merito Galletti, confrontando tale fattispecie con quella del mutuo, afferma che, in quest'ultima ipotesi, se il corrispettivo è individuato con riferimento interno all'attività del debitore, la certezza della relativa obbligazione viene meno, e si aggiunge che se anche la stessa restituzione del capitale non è garantita, ogni assimilazione al contratto di mutuo cade. Solo nell'associazione in partecipazione un soggetto finanzia un altro, accettando la possibilità di non essere remunerato in forza di vicende interne all'attività del finanziato¹¹⁰.

A sostegno di tale ricostruzione, si può notare come la definizione dell'art. 2549 c.c. sia così ampia da poter essere configurata rispetto a qualsiasi attività economica in grado di produrre risultati positivi («*affari*»).

Lo schema dell'associazione in partecipazione permette al soggetto finanziato, dietro corresponsione di un utile, di disporre di una somma da utilizzare nell'esercizio della propria attività. In una operazione di cartolarizzazione è difficile qualificare l'attività di acquisto dei crediti come attività "propria" della società – veicolo, o meglio come attività da questa posta in essere nel proprio interesse, in quanto la legge n. 130/99 dispone che le somme corrisposte dai debitori ceduti vadano destinate in via esclusiva dalla SPV

¹⁰⁹ CAROTA, *op. cit.*, pag. 82 ss.

¹¹⁰ GALLETTI, *Commento sub. art. 5*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1115.

al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione. Si ricorda, infatti, che l'attività della società – veicolo non consiste nell'acquistare e gestire i crediti per sé, bensì nell'interesse dei portatori dei titoli. In tale contesto ci si chiede quanto spazio residui per immaginare una condivisione di utili tra *SPV* ed investitori. È estremamente difficile, infatti, riscontrare nella prassi delle società – veicolo che generano e distribuiscono utili ai propri soci.

Alla luce della discrasia tra il profilo economico e quello giuridico del fenomeno, risulta incongruo qualificare il rapporto sottostante all'emissione dei titoli nei termini dell'associazione in partecipazione.

La gestione dei crediti avviene, perciò, nell'esclusivo interesse dei portatori dei titoli, ai quali spettano gli utili e le perdite dell'operazione¹¹¹.

¹¹¹ CAROTA, *op. cit.*, pag. 97 ss.

Capitolo 2

La cessione dei crediti *ex lege* n. 130/99

2.1. Modalità ed efficacia della cessione

In un'operazione di cartolarizzazione, gli investitori che sottoscrivono i titoli fanno affidamento sulla capacità del portafoglio ceduto alla *SPV*, di generare liquidità sufficiente a consentire a quest'ultima di corrispondere loro i pagamenti, in termini di interessi e rimborso del capitale, alle date prestabilite.

Dal punto di vista commerciale, occorrerà valutare la qualità creditizia dei crediti ceduti, mentre dal punto di vista giuridico bisognerà verificare che il portafoglio sia al riparo da fatti esterni all'operazione di cartolarizzazione che possano comprometterne l'esigibilità. Ciò significa che il trasferimento dei crediti dovrà essere opponibile tanto ai debitori ceduti quanto ai terzi¹¹². Si ricorda, inoltre, che, generalmente, la cessione è *pro soluto*, in modo da liberare il cedente dal rischio di inadempimento del debitore ceduto. Nella *securitisation*, infatti, la garanzia non è data dal patrimonio del cedente, ma dai crediti ceduti e dalle eventuali garanzie che li assistono¹¹³.

La disciplina della cessione prevista dal codice civile non è adatta a regolare un'operazione complessa, come la cartolarizzazione, nella quale viene trasferito un *pool* di crediti, in quanto essa è volta a regolamentare la cessione del singolo rapporto creditizio¹¹⁴. Per questo, è stata prevista una deroga alla disciplina civilistica ordinaria, al fine di rendere più snello il processo di cessione.

¹¹² SEASSARO, *La cessione dei crediti. Opponibilità ai debitori ceduti ed ai terzi*, in PARDOLESI (a cura di) *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, Milano, 1999, pag.122.

¹¹³ BONTEMPI – SCAGLIARINI, *op. cit.*, pag. 7.

¹¹⁴ CARNOVALE, *La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2002, pag. 499.

Come accennato nel primo capitolo, l'art. 4 della l. n. 130/99 disciplina modalità ed efficacia della cessione dei crediti nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione. Ai sensi del primo comma dell'articolo in analisi, alle cessioni dei crediti effettuate *ex lege* n. 130/99, trovano applicazione i commi 2, 3, e 4 dell'art. 58 t.u.b., i quali disciplinano la cessione di rapporti giuridici a banche. In merito si prevede che il cessionario dia «*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 integrative di pubblicità*».

In materia di cessione di rapporti giuridici a banche, la Banca d'Italia ha previsto, come forma integrativa di pubblicità, che la «*cessionaria [dia] notizia della cessione al singolo soggetto interessato alla prima occasione utile (estratto conto, rata di mutuo da pagare, ecc.)*¹¹⁵».

Ai sensi del terzo comma dell'art. 58 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*». Tale richiamo consente alla società – veicolo di acquisire i crediti continuando a godere di tutti i privilegi e le garanzie senza la necessità di ricorrere ad alcuna formalità ulteriori rispetto alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale e all'iscrizione nel registro delle imprese della notizia dell'avvenuta cessione dei relativi crediti.

In ogni caso, con riferimento al credito ipotecario, la norma esclude la necessità dell'annotazione ai sensi dell'art. 2843 c.c.¹¹⁶, mentre la circolazione

¹¹⁵ Istruzioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 229 del 21 aprile 1999, Titolo III, Capitolo 5, Sezione II.

¹¹⁶ Art. 2843 c.c.: «*Annotazione di cessione, di surrogazione e di altri atti dispositivi del credito – 1. La trasmissione o il vincolo dell'ipoteca per cessione, surrogazione, pegno postergazione di grado o costituzione in dote del credito ipotecario, nonché per sequestro, pignoramento o assegnazione del credito medesimo si deve annotare in margine all'iscrizione*

del credito pignoratizio resta regolata dall'art. 1263 c.c.¹¹⁷, per effetto del quale il credito si trasferisce con la garanzia reale che lo assiste, ma il possesso della cosa data in pegno rimane al cedente, se il costituente non acconsente al trasferimento al cessionario¹¹⁸.

In forza del comma 4 dell'art. 58 t.u.b., la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale produce gli effetti indicati dall'art. 1264 c.c.. Di conseguenza, essa rende efficace la cessione nei confronti del debitore ceduto al pari della notifica al debitore o della sua accettazione. Inoltre, anche prima della pubblicazione, il debitore che paga al cedente non è liberato, se il cessionario prova che il debitore medesimo era a conoscenza dell'avvenuta cessione.

Secondo alcuni autori tra cui Galletti e Guerrieri, nulla vieta al cessionario, che voglia rendere efficace la cessione nei confronti dei debitori ceduti, di procedere alla notifica o di ottenere l'accettazione da parte di ciascuno di essi, *ex art. 1264 c.c.*¹¹⁹. Di diversa opinione altri interpreti, come Seassaro, secondo il quale «*la l. n. 130/99 contiene una disciplina tendenzialmente esaustiva ed esclusiva delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Deve pertanto ritenersi che non sia ormai più consentito alle parti di assoggettare operazioni di*

dell'ipoteca. 2. La trasmissione o il vincolo dell'ipoteca non ha effetto finché l'annotazione non sia stata eseguita. Dopo l'annotazione l'iscrizione non si può cancellare senza il consenso dei titolari dei diritti indicati nell'annotazione medesima e le intimazioni o notificazioni che occorrono in dipendenza dell'iscrizione devono essere loro fatte nel domicilio eletto. 3. Per l'annotazione deve essere consegnata al conservatore copia del titolo e, qualora questo sia una scrittura privata o un atto formato in paese estero, si applicano le disposizioni degli articoli 2835 e 2837».

¹¹⁷ Art. 1263 c.c.: «*Accessori del credito – 1. Per effetto della cessione, il credito è trasferito al cessionario con i privilegi, con le garanzie personali e reali e con gli altri accessori. 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. 3. Salvo patto contrario, la cessione non comprende i frutti scaduti».*

¹¹⁸ In tal senso PROTO, *op. cit.*, pag. 1177, nota 27, SPANO, *op. cit.*, pag. 444, GALLETTI – GUERRIERI, *op. cit.*, pag. 58, nota 62.

¹¹⁹ GALLETTI – GUERRIERI, *op. cit.*, pag. 60 e GUERRIERI, *Commento sub. art.4*, in MAFFEI – ALBERTI (a cura di), *op. cit.*, pag. 1086.

*securitisation ad una disciplina diversa da quella prevista dalla legge 130/99*¹²⁰».

Dall'automatica opponibilità della cessione ai debitori ceduti deriva l'obbligo per questi ultimi di effettuare i pagamenti al cessionario (*SPV*) e, in caso di adempimento a favore del cedente, questi possono essere tenuti a pagare una seconda volta al cessionario, salvo l'obbligo di restituzione del cedente che abbia ricevuto il pagamento. Di conseguenza, la *SPV* potrebbe o ripetere il pagamento nei confronti dell'*originator*, nel caso si ravvisassero le condizioni per la liberatoria di tale pagamento, o chiedere al debitore ceduto un doppio pagamento¹²¹.

Inoltre, nel caso in cui all'*originator* non sia affidato il ruolo di *servicer*, il debitore ceduto rischia di pagare al cedente, il quale, oltre a non essere più titolare del credito, non è neppure legittimato a riceverlo in qualità di *servicer*.

La l. n. 130/99 da un lato, semplifica il procedimento necessario ad ottenere l'opponibilità rispetto a quanto previsto nel codice civile, dall'altro, sacrifica la posizione dei debitori ceduti, in quanto sostituisce il criterio della conoscenza della cessione, mediante la notifica o l'accettazione *ex art.* 1264 c.c., con quello della conoscibilità della stessa, attraverso la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale e l'iscrizione nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 58 t.u.b.¹²². Si rimuove, così, l'unica forma di protezione accordata alla situazione soggettiva del debitore ceduto nell'ambito di una fattispecie che, nonostante si perfezioni senza necessità di un suo intervento, vede inevitabilmente coinvolta anche la sua sfera di interessi. Il meccanismo della presunzione legale di conoscenza pone in capo al debitore l'onere di controllare se il credito sia stato ceduto o meno¹²³. Critico nei confronti della scelta del Legislatore è Seassaro, secondo il quale, si sarebbe potuto optare per una tutela più efficace dei debitori ceduti¹²⁴. Ad

¹²⁰ SEASSARO, *op. cit.*, pag. 141.

¹²¹ SEVERI, *op. cit.*, pag. 137 ss.

¹²² SCARONI, *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e impresa*, 2005, pag. 1123.

¹²³ CAROTA, *op. cit.*, pag. 58.

¹²⁴ SEASSARO, *op. cit.*, pag. 143 ss.

attenuare il rischio che il debitore ceduto non venga a conoscenza dell'avvenuta cessione, si ricorda che la Banca d'Italia ha previsto l'onere in capo al cessionario di notificare la cessione al debitore «*alla prima occasione utile*»¹²⁵.

La scelta di richiedere speciali requisiti formali di opponibilità ed efficacia della cessione, diversi dalla notifica e dall'accettazione previsti dal codice civile, rende dubbia l'applicazione dell'art. 1248 c.c. secondo il quale: «*il debitore, se ha accettato puramente e semplicemente la cessione che il creditore ha fatto delle sue ragioni a un terzo, non può opporre al cessionario la compensazione che avrebbe potuto opporre al cedente. La cessione non accettata dal debitore, ma a questo notificata, impedisce la compensazione dei crediti sorti posteriormente alla notificazione*».

Per quanto riguarda le operazioni di cartolarizzazione, venendo a mancare le formalità della notifica o accettazione, nonché un esplicito riferimento all'art. 1248 c.c., si potrebbe concludere che la compensazione possa essere eccepita dal ceduto, anche facendo valere crediti sorti successivamente alla pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione¹²⁶. La pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, tuttavia, potrebbe essere ritenuta equivalente alla notifica. Di conseguenza, il debitore ceduto non potrebbe opporre alla società - veicolo la compensazione che avrebbe potuto opporre al cedente limitatamente ai crediti sorti dopo la notifica. Tale equiparazione migliorerebbe, perciò, la protezione dei portatori dei titoli ABS e sarebbe coerente con la *ratio* dell'art. 4, l. n. 130/99¹²⁷.

Questa interpretazione risulta essere quella maggiormente condivisa anche nella pratica. Ciò comporta la presenza di un rischio di compensazione limitato ai soli crediti sorti prima della notifica. Al fine di tutelare i portatori dei titoli da tale rischio, nella prassi viene costituita una c.d. *set – off reserve*, vale a dire una

¹²⁵ Istruzioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 229 del 21 aprile 1999, Titolo III, Capitolo 5, Sezione II.

¹²⁶ Accoglie tale tesi SEASSARO, *op. cit.*, pag. 144.

¹²⁷ In tal senso BOCHICCHIO, *La cartolarizzazione dei crediti: sinergie tra intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare*, in *Dir. fall.*, 2000, II, pp. 996, GALLETTI – GUERRIERI, *op. cit.*, 62 e SCARONI, *op. cit.*, pag. 1124.

riserva di cassa utilizzabile se e nella misura in cui i debitori ceduti eccepiscano la compensazione.

Il secondo comma dell'art. 4, l. n. 130/99, dispone che dalla data di pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione nella Gazzetta Ufficiale, sui crediti acquistati e sulle somme corrisposte dai debitori ceduti sono ammesse azioni soltanto a tutela dei diritti di cui all'art 1, lett. b) della stessa legge. Di conseguenza, a partire da tale momento, sul patrimonio separato della SPV è, quindi, esclusa ogni azione che non sia quella promossa dai portatori dei titoli ABS e di coloro che risultino creditori della cessionaria per i costi dell'operazione¹²⁸. Alcuni autori, tra cui Scaroni, ritengono che *«non sembra precluso che “creditori diversi dai portatori dei titoli” possano esperire eventuali diverse azioni volte a precostituire un titolo esecutivo da far valere una volta che i portatori dei titoli abbiano completamente soddisfatto i loro diritti sul patrimonio separato della società – veicolo»*, come, ad esempio, le azioni promosse dai debitori ceduti che abbiano eseguito un pagamento non dovuto a favore della SPV. Con riferimento al patrimonio sul quale insisterebbero tali azioni (patrimonio separato o patrimonio generale della società – veicolo), Scaroni osserva che esse potrebbero essere fatte valere solo dopo la completa soddisfazione dei portatori dei titoli. Conseguentemente, il presupposto della separazione patrimoniale, rispetto all'operazione cui si riferisce, verrebbe meno¹²⁹. A riguardo, Proto, ritiene che il debitore, avendo indebitamente pagato, abbia diritto alla restituzione. A tal fine, egli potrà avanzare un'azione direttamente sul patrimonio separato. La legge sulla cartolarizzazione dei crediti, infatti, tutela il patrimonio costituito dai crediti e dai pagamenti dei debitori, non

¹²⁸ Si ricorda che l'art. 2, comma 3, lett. g), l. n. 130/99 dispone che nel programma dell'operazione siano indicati *«i costi dell'operazione e le condizioni alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti»*. A tale proposito la Consob nel citato regolamento n. 11079/99, allegato 1B, lett. G., dispone che nel prospetto informativo debbano essere descritti analiticamente i costi dell'operazione, imponendo di indicarne l'ordine di priorità dei pagamenti.

¹²⁹ SCARONI, *op. cit.*, pag. 1121 ss.

il patrimonio indebitamente acquisito. Di conseguenza, l'azione in questione non è preclusa dalla l. n. 130/99¹³⁰.

Il comma in esame prosegue prevedendo che dalla data di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale la cessione dei crediti è opponibile, inoltre, sia agli aventi causa del cedente (cioè agli altri cessionari del medesimo cedente) il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore, sia ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.

Nel caso di pluralità di cessionari da parte dell'*originator*, titolare dei crediti ceduti sarà la società – veicolo solo se, prima della pubblicazione in suo favore nella Gazzetta Ufficiale, nessun altro avente causa abbia reso efficace il proprio titolo di acquisto in uno dei modi riconosciuti dall'ordinamento giuridico. In particolare, nessun altro abbia proceduto con la notifica o con l'accettazione ai sensi dell'art. 1265 c.c. ovvero, in caso di cessione ricadente nell'ambito di applicazione della l. n. 52/91, disciplinante la cessione dei crediti d'impresa (legge sul *factoring*), nessun altro cessionario abbia eseguito il pagamento, parziale o totale, del corrispettivo di cui all'art. 5 della citata l. n. 52/91¹³¹, ovvero, nel caso di più cessioni ai sensi della legge sulla cartolarizzazione dei crediti, nessun altro abbia provveduto alla pubblicazione *ex art.* 4, l. n. 130/99¹³².

In assenza di una disposizione che basasse l'opponibilità della cessione a terzi sulla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, cessionari di crediti che erano già inclusi nel patrimonio separato, *ex art.* 3 della l. n. 130/99, avrebbero potuto

¹³⁰ PROTO, *op. cit.*, pag. 1179.

¹³¹ Art. 5, l. n. 52/91: «Efficacia della cessione nei confronti dei terzi - 1. 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».

¹³² GUERRIERI, *Commento sub. art. 4*, in MAFFEI – ALBERTI (a cura di), *op. cit.*, pag. 1086 ss.

sottrarre dal patrimonio stesso crediti anche precedentemente acquistati dalla SPV, rendendo efficace il loro titolo prima di quanto avesse fatto la SPV stessa. Con le previsioni dell'art. 4, l. n. 130/99, solo qualora i cessionari abbiano reso opponibile il loro titolo di acquisto prima della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, la cessione in favore della società – veicolo sarà nei loro confronti non opponibile. Da ciò consegue che, nei rapporti coi debitori ceduti, la legittimazione a riscuotere spetterà ai cessionari diversi dal veicolo. Quest'ultimo potrà agire nei confronti dell'*originator* con un'azione di responsabilità contrattuale *ex art.* 1218 c.c.¹³³ e degli altri aventi causa con azione aquiliana *ex art.* 2043 c.c.¹³⁴ per concorso nell'inadempimento del cedente, se riesce a dimostrare che essi hanno reso opponibile il loro titolo di acquisto nonostante sapessero dell'acquisto compiuto in data anteriore da parte della SPV¹³⁵. L'azione nei confronti di questi ultimi dovrà, per contro, venir esclusa, sia nel caso in cui essi, oltre ad aver reso opponibile per primi la cessione a loro favore, abbiano provveduto per primi anche all'acquisto, sia nell'ipotesi in cui, pur avendo essi acquistato per secondi, non sia possibile provare la loro consapevolezza dell'altrui acquisto di data anteriore¹³⁶.

In merito a tale problematica, nella prassi, viene sottoscritto il contratto di garanzia e indennizzo, il quale contiene, *inter alia*, la dichiarazione, rilasciata dal cedente a vantaggio della SPV, che crediti oggetto della cessione sono liberamente cedibili e non oggetto di precedenti cessioni.

¹³³ Art. 1218 c.c.: «Responsabilità del debitore – Il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile».

¹³⁴ Art. 2043 c.c.: «Risarcimento per fatto illecito: Qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno».

¹³⁵ ARTALE, *Commento sub. art. 4, comma 2*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 285.

¹³⁶ GUERRIERI, *Commento sub. art.4* in MAFFEI – ALBERTI (a cura di), *op. cit.*, pag. 1087, nota n. 60.

Da notare, inoltre, che per l'opponibilità della cessione ai terzi, l'art. 4 l. n. 130/99 richiede la sola pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, non anche il compimento di ulteriori forme integrative di pubblicità che siano eventualmente richieste dalla Banca d'Italia. È difficile dire se si tratti di una scelta intenzionale del Legislatore oppure di una semplice incongruenza¹³⁷. In ogni caso, la cessione potrebbe risultare opponibile ai terzi, ma non ancora efficace nei confronti del debitore ceduto. Di conseguenza, per tutelare gli interessi dei portatori dei titoli a non vedere diminuita la consistenza del patrimonio destinato alla soddisfazione dei loro diritti, si dovrebbe provvedere anche all'espletamento delle ulteriori formalità previste dalla Banca d'Italia, in caso contrario, infatti, si correrebbe il rischio che i debitori ceduti eseguano il pagamento al cedente. In tale ipotesi, la SPV, per recuperare tale somma, dovrebbe dimostrare la mala fede dei debitori al momento del pagamento oppure agire nei confronti dell'*originator* che abbia ricevuto il pagamento senza averne la legittimazione¹³⁸.

A riguardo, nella prassi l'espletamento delle forme di pubblicità integrative avviene successivamente all'avvenuta cessione, ed in particolare, come previsto dalla stessa Banca d'Italia «*alla prima occasione utile (estratto conto, rata di mutuo da pagare, ecc.)*». A livello pratico, infatti, non sarebbe logico derogare la disciplina della cessione *ex art. 1246 c.c.* (che prevede la notifica o l'accettazione al debitore ceduto), al fine di snellire il trasferimento del portafoglio, e contemporaneamente obbligare il cessionario a comunicare, in via preventiva, la notizia della cessione ad ogni singolo debitore ceduto ai sensi della normativa secondaria. Per risolvere il problema del pagamento del credito ceduto al cedente da parte di debitori ignari della cessione, nei contratti si usa inserire una clausola in base alla quale il cedente, in tal caso, è obbligato a retrocedere tali somme alla società cessionaria¹³⁹.

A differenza da quanto disciplinato nella legge sul *factoring*, precisamente all'art. 5, primo comma, lett. c), la legge sulla cartolarizzazione dei crediti non

¹³⁷ SEASSARO, *op. cit.*, pag. 145.

¹³⁸ GALLETTI – GUERRIERI, *op. cit.*, pag. 63.

¹³⁹ BONTEMPI – SCAGLIARINI, *op. cit.*, pag. 162.

prevede esplicitamente l'opponibilità della cessione al fallimento del cedente. Tuttavia, in base all'art. 45 l. fall.¹⁴⁰, deve ritenersi che la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della notizia dell'avvenuta cessione renda la cessione stessa opponibile anche al fallimento dell'*originator* dichiarato successivamente alla pubblicazione¹⁴¹. Se la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, invece, è successiva alla sentenza dichiarativa di fallimento, i crediti ceduti dovranno considerarsi parte dell'attivo fallimentare con la conseguenza che solo il curatore potrà riscuoterli *ex artt.* 42 ss l. fall.. In tal caso, resterà il diritto del cessionario, rimasto insoddisfatto, di insinuarsi al passivo del cedente fallito, con l'obiettivo di ottenere la restituzione delle anticipazioni eventualmente eseguite a favore di quest'ultimo eseguite prima dell'apertura del fallimento e, quindi, rimaste prive di causa¹⁴².

Pertanto, solo nei casi in cui i crediti ceduti abbiano già formato oggetto di precedente acquisto reso efficace verso i terzi e nei casi in cui i crediti siano stati oggetto di pignoramento prima della data di pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione, gli altri aventi causa e i creditori del cedente possono far valere i propri diritti su tali beni¹⁴³.

Con riferimento al contenuto processuale dell'art. 4, la legge n. 130/99 mira ad assicurare la separatezza patrimoniale, oltre che dal punto di vista sostanziale, assicurando che i crediti ceduti siano a garanzia esclusiva dei portatori dei titoli e dei creditori per i costi dell'operazione, anche dal punto di vista processuale, rendendo insensibile il patrimonio separato alle azioni promosse da soggetti diversi da quelli indicati nell'art. 1, comma 1, lett. *b*) della legge in esame. I concetti di separatezza patrimoniale e segregazione processuale sono, quindi,

¹⁴⁰ Art. 45, l. fall.: «Formalità eseguite dopo la dichiarazione di fallimento – Le formalità necessarie per rendere opponibili gli atti ai terzi, se compiute dopo la data della dichiarazione di fallimento, sono senza effetto rispetto ai creditori».

¹⁴¹ SEASSARO, *op. loc. cit.*.

¹⁴² GUERRIERI, *Commento sub. art. 4*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1088.

¹⁴³ MODULO – ZACCAGNINI, *op. cit.*, pag. 97 ss.

diversi e la loro genesi è collegata ad atti diversi, vale a dire, rispettivamente, dalla cessione dei crediti e dalla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale¹⁴⁴.

Per quanto riguarda le operazioni di cartolarizzazione di tipo *revolving*, le quali sono caratterizzate da una pluralità di cessioni che si succedono nel tempo, al fine di assicurare la non proponibilità di azioni a tutela di diritti diversi da quelli dei portatori dei titoli e dei creditori della società – veicolo per i costi dell'operazione e l'esclusiva destinazione delle somme riscosse dai debitori ceduti, ogni cessione dovrà essere tempestivamente accompagnata dall'espletamento degli oneri pubblicitari previsti dalla legge. Il mancato adempimento di tali obblighi renderebbe il portafoglio potenzialmente aggredibile dai terzi e, in tal caso, i portatori dei titoli e i creditori per i costi dell'operazione sarebbero privati degli attivi destinati al soddisfacimento dei loro diritti¹⁴⁵.

2.2. I limiti alla disciplina della revocatoria fallimentare

«Dal momento che i portatori dei titoli sono titolari di crediti ad “esigibilità limitata”, poiché non tutelati dai patrimoni della società emittente, essi devono per converso essere particolarmente tutelati dal flusso finanziario dei pagamenti relativi ai crediti ceduti¹⁴⁶». Al fine di proteggere il portafoglio ceduto, quindi, da un lato, è prevista l'esclusione dell'applicazione ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società – veicolo della revocatoria fallimentare *ex art. 67 l.*

¹⁴⁴ ARTALE, *Commento sub. art. 4, comma 2*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 304.

¹⁴⁵ ARTALE, *Commento sub. art. 4, comma 2*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 305 ss.

¹⁴⁶ Relazione n. 5058 A della VI Commissione permanente (Finanze) presentata alla Presidenza il 22 febbraio 1999 sul disegno di legge presentato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (Ciampi) di concerto con il Ministro delle finanze (Visco) – *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*. Relatore: Targhetti.

fall.¹⁴⁷, ai sensi dell'art. 4, comma 3, l. n. 130/99, dall'altro, nella riduzione dei termini previsti per l'azione revocatoria da due anni a sei mesi e da un anno a tre

¹⁴⁷ Art. 67, l. fall.: «Atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie – 1. Sono revocati, salvo che l'altra parte provi che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore:

1) gli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano di oltre un quarto ciò che a lui è stato dato o promesso;

2) gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento;

3) i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;

4) i pegni, le anticresi e le ipoteche giudiziali o volontarie costituiti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento per debiti scaduti.

2. Sono altresì revocati, se il curatore prova che l'altra parte conosceva lo stato d'insolvenza del debitore, i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti, anche di terzi, contestualmente creati, se compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento.

3. Non sono soggetti all'azione revocatoria:

a) i pagamenti di beni e servizi effettuati nell'esercizio dell'attività d'impresa nei termini d'uso;

b) le rimesse effettuate su un conto corrente bancario, purché non abbiano ridotto in maniera consistente e durevole l'esposizione debitoria del fallito nei confronti della banca;

c) le vendite ed i preliminari di vendita trascritti ai sensi dell'art. 2645-bis del codice civile, i cui effetti non siano cessati ai sensi del comma terzo della suddetta disposizione, conclusi a giusto prezzo ed aventi ad oggetto immobili ad uso abitativo, destinati a costituire l'abitazione principale dell'acquirente o di suoi parenti e affini entro il terzo grado;

d) 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 ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata da un professionista iscritto nel registro dei revisori contabili e che abbia i requisiti previsti dall'art. 28, lettere a) e b) ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, del codice civile;

e) gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata, nonché dell'accordo omologato ai sensi dell'art. 182-bis;

f) i pagamenti dei corrispettivi per prestazioni di lavoro effettuate da dipendenti ed altri collaboratori, anche non subordinati, del fallito;

mesi, ex art. 4, comma 4, l. n. 130/99. Quest'ultimo recita: «*Per le operazioni di cartolarizzazione disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e di un anno previsti dall'art. 67 [1. fall.], e successive modificazioni, sono ridotti, rispettivamente, a sei ed a tre mesi*». In merito occorre precisare che la legge fallimentare è stata modificata in seguito all'entrata in vigore del d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169¹⁴⁸. In particolare, il vecchio art. 67 prevedeva che: «*Sono revocati, salvo che l'altra parte provi che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore:*

1) gli atti a titolo oneroso compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano notevolmente ciò che a lui è stato dato o promesso;

2) gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento;

3) i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;

4) i pegni, le anticresi e le ipoteche giudiziali o volontarie costituiti entro l'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento per debiti scaduti.

2. Sono altresì revocati, se il curatore prova che l'altra parte conosceva lo stato d'insolvenza del debitore, i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti, contestualmente creati, se compiuti entro l'anno anteriore alla dichiarazione di

g) i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili eseguiti alla scadenza per ottenere la prestazione di servizi strumentali all'accesso alle procedure concorsuali di amministrazione controllata e di concordato preventivo.

4. Le disposizioni di questo articolo non si applicano all'istituto di emissione, alle operazioni di credito su pegno e di credito fondiario; sono salve le disposizioni delle leggi speciali».

¹⁴⁸ D.lgs. n. 169/2007 recante «*Disposizioni integrative e correttive al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, nonché al decreto legislativo 9 gennaio 2006, n. 5, in materia di disciplina del fallimento, del concordato preventivo e della liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell'articolo 1, commi 5, 5-bis e 6, della legge 14 maggio 2005, n. 80*».

fallimento». Se si confronta il testo di tale articolo con quello novellato, si può notare come i termini per esperire l'azione revocatoria siano stati ridotti rispettivamente da due anni ad un anno e da un anno a sei mesi. Perciò, se si coordina il nuovo testo della legge fallimentare con l'art. 4, comma 4, l. n. 130/99, si può desumere che per le operazioni di cartolarizzazione, i termini per esperire l'azione revocatoria siano rispettivamente di sei e tre mesi, anziché un anno e sei mesi.

Ai sensi dell'art. 4, comma 3, l. n. 130/99, quindi, in caso di fallimento di uno o più debitori ceduti, i pagamenti dei debiti liquidi ed esigibili da questi effettuati a favore della società – veicolo non sono suscettibili di revoca *ex art. 67 l. fall.*

Poiché l'art. 4, comma 3, l. n. 130/99, si riferisce solo ai «*pagamenti*» effettuati dai debitori ceduti, si può concludere che alle garanzie relative ai crediti in questione sia applicabile l'art. 67 l. fall.. Se, come spesso accade, tali garanzie sono state costituite a favore del cedente e poi trasferite assieme al credito ceduto (*ex art. 58, t.u.b.*), il curatore dovrà agire nei confronti del cessionario, il quale avrà l'onere di dimostrare che non era a conoscenza dello stato di insolvenza del debitore¹⁴⁹.

La legge sulla cartolarizzazione dei crediti, invece, non esclude esplicitamente, né le ipotesi di inefficacia degli atti a titolo gratuito di cui all'art. 64 l. fall.¹⁵⁰ (che, però, sono evidentemente estranei al rapporto di cessione), né

¹⁴⁹ GUERRIERI, *Commento sub. art. 4*, in MAFFETI – ALBERTI, *op. cit.*, pag.1092.

¹⁵⁰ Art. 64 l. fall.: «*Atti a titolo gratuito – Sono privi di effetto rispetto ai creditori, se compiuti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento, gli atti a titolo gratuito, esclusi i regali d'uso e gli atti compiuti in adempimento di un dovere morale o a scopo di pubblica utilità, in quanto la liberalità sia proporzionata al patrimonio del donante*».

dei pagamenti *ex art. 65 l. fall.*¹⁵¹, né esclude l'assoggettabilità alla revocatoria ordinaria ai sensi dell'art. 66 l. fall.¹⁵².

L'art. 65 l. fall., prevede l'inefficacia rispetto ai creditori dei pagamenti di crediti che scadono nel giorno della dichiarazione di fallimento o successivamente, se questi sono stati eseguiti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento. In tale ipotesi, il curatore potrà intervenire al fine di dichiarare l'inefficacia di tali pagamenti e far rientrare la corrispondente somma nell'attivo fallimentare. La società – veicolo potrà, allora, insinuarsi al passivo del fallito *ex art. 71 l. fall.*

Con riferimento all'applicazione dell'art. 65 l. fall., Proto afferma che il divieto di compiere azioni sul patrimonio separato, diverse da quelle esercitabili dai portatori di *ABS*, non può riguardare anche le azioni, come è quella di inefficacia, che derivano dal fallimento. Infatti, non sarebbe stata necessaria un'autonoma disciplina in tema di revocatoria fallimentare se tale divieto fosse stato inteso come estensibile alle azioni fallimentari. La separazione patrimoniale, inoltre, comporta che il patrimonio non possa essere destinato al pagamento di debiti diversi da quelli nei confronti dei portatori dei titoli, ma non esclude l'esperimento di tutte quelle azioni dirette a contestare la validità e l'efficacia degli atti che hanno incrementato il patrimonio medesimo¹⁵³.

Come accennato, la legge sulla cartolarizzazione dei crediti fa riferimento solamente all'esclusione della revocatoria fallimentare ai pagamenti dei debitori ceduti. Alla luce del silenzio del Legislatore, si può dedurre, quindi, che tali

¹⁵¹ Art. 65 l. fall.: «Pagamenti – Sono privi di effetto rispetto ai creditori i pagamenti di crediti che scadono il giorno della dichiarazione di fallimento o posteriormente, se tali pagamenti sono stati eseguiti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento».

¹⁵² Art. 66 l. fall.: «Azione revocatoria ordinaria – 1. Il curatore può domandare che siano dichiarati inefficaci gli atti compiuti dal debitore in pregiudizio dei creditori, secondo le norme del codice civile. 2. L'azione si propone dinanzi al tribunale fallimentare, sia in confronto del contraente immediato, sia in confronto dei suoi aventi causa nei casi in cui sia proponibile contro costoro».

¹⁵³ PROTO, *op. cit.*, pag. 1180.

pagamenti e la costituzione di garanzie siano sottoponibili a revocatoria ordinaria ai sensi dell'art. 66 l. fall.¹⁵⁴.

Contrari a tale conclusione sono Bontempi e Scagliarini, secondo i quali l'esonero dalla revocatoria ordinaria avrebbe lo scopo di evitare che fondi destinati al processo di cartolarizzazione possano venire distratti dalla loro naturale destinazione attraverso il loro recupero da parte del curatore fallimentare. Tale esigenza sussiste tanto nella revocatoria fallimentare quanto in quella ordinaria. Pur ritenendo la natura eccezionale della disposizione dell'art. 4, comma 3, l. n. 130/99, può ritenersi applicabile un'interpretazione estensiva della norma in questione¹⁵⁵.

In caso di applicazione ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti, si ricorda che, ai sensi del combinato disposto dell'art. 66 l. fall. e del terzo comma dell'art. 2901 c.c., «*non è soggetto a revoca l'adempimento di un debito scaduto*». Di conseguenza si riducono notevolmente le probabilità di revoca, dato che difficilmente i debitori ceduti adempiranno prima della naturale scadenza dei debiti. Laddove i crediti ceduti siano, ad esempio, mutui o comunque finanziamenti a medio – lungo termine, sussiste, però, la possibilità, di solito prevista nei contratti, che il debitore decida di estinguere anticipatamente la propria posizione debitoria. Tale pagamento anticipato potrebbe far sorgere il problema della revocabilità ordinaria dell'atto estintivo del debito stesso¹⁵⁶. A riguardo, parte della dottrina¹⁵⁷ e della giurisprudenza¹⁵⁸ sono orientate nel senso di ritenere che il pagamento anticipato, effettuato in base ad una clausola contrattuale di riscatto coeva alla stipula del contratto, che permetta al contraente di liberarsi anticipatamente rispetto alla scadenza, non può essere colpito dall'inefficacia ai sensi dell'art. 65 l. fall., in quanto l'esercizio del diritto di

¹⁵⁴ In tal senso: GUERRIERI, *Commento sub. art. 4*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. loc. cit.* e PROTO, *op. loc. cit.*

¹⁵⁵ BONTEMPI – SCAGLIARINI, *op. cit.*, pag. 165 ss.

¹⁵⁶ GUERRIERI, *Commento sub. art. 4*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. loc. cit.*

¹⁵⁷ PROTO, *op. loc. cit.*

¹⁵⁸ Cass. 10 aprile 1969, n. 1154, in *Foro it.*, 1969, I, pag. 1768.

anticipata estinzione comporta che il debito diventi immediatamente esigibile dal creditore e quindi sia da considerarsi scaduto.

Ai sensi dell'art. 66 l. fall., potrebbero essere revocate anche le garanzie costituite a beneficio del cessionario. Il tal caso, quest'ultimo può essere equiparato a terzo *sub*-acquirente (poiché acquisterebbe dal soggetto al quale il fallito aveva prestato la garanzia) e, di conseguenza, ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 1901 c.c.¹⁵⁹, dovrebbe essere tutelato se in buona fede. A tal proposito, si osserva che il curatore fallimentare difficilmente sarà in grado di provare la mala fede del cessionario (*SPV*), in quanto quest'ultimo verificherà, al massimo, la validità delle garanzie, ma è arduo pretendere che controlli anche se, al momento della costituzione delle stesse, il creditore conoscesse o meno lo stato di insolvenza del debitore. Per quanto concerne la revocatoria delle garanzie costituite per debiti preesistenti e non scaduti o per debiti scaduti, invece, la conoscibilità della società – veicolo del formarsi della garanzia in presenza della situazione debitoria, dipenderà dalle procedura di verifica che la *SPV* stessa adotta durante l'operazione¹⁶⁰.

In caso di fallimento del debitore ceduto è utile considerare anche gli effetti che potrebbero prodursi sul negozio di cessione per via degli avvenimenti che coinvolgono il contratto – base.

La revoca del contratto – base, a seconda delle circostanze *ex art. 66* o *ex art. 67 l. fall.*, rappresenta una circostanza felice per il curatore, in quanto può essere un modo per aggirare il disposto dell'art. 4, comma 3 della l. n. 130/99 e riottenere, così, a titolo di ripetizione dell'indebito, i pagamenti effettuati dal fallito a favore della *SPV*. Affinché la revoca produca effetti nei confronti della società – veicolo, occorre convenire in giudizio anche quest'ultima e provarne la mala fede al momento della cessione. La *SPV*, infatti, in quanto avente causa del

¹⁵⁹ Art. 2901, u.c., c.c.: «*Condizioni [dell'azione revocatoria] – L'inefficacia dell'atto non pregiudica i diritti acquistati a titolo oneroso dai terzi di buona fede, salvi gli effetti della trascrizione della domanda di revocazione*».

¹⁶⁰ PROTO, *op. loc. cit.*

soggetto entrato in contatto col fallito, deve considerarsi alla stregua di un *sub* – acquirente.

In caso di revoca, il cessionario dovrà restituire al fallimento i pagamenti ricevuti dal fallito, ormai rimasti privi di causa, o comunque, verrà privato della titolarità dei crediti cedutigli, perché sorti da un contratto dichiarato inefficace.

Il curatore può anche non procedere alla revoca del contratto – base, ma decidere, alternativamente, se subentrarvi o scioglierlo. Nel primo caso, i crediti del terzo contraente *in bonis* ceduti alla *SPV* saranno pagati in prededuzione, nel secondo caso, il negozio di cessione non potrà trovare esecuzione. Di conseguenza, non potranno più sorgere nel patrimonio separato della società – veicolo i crediti che avrebbero dovuto venire ad esistenza successivamente al fallimento. La *SPV* potrà, così, agire nei confronti del cedente per farsi restituire i pagamenti effettuati quali corrispettivo dei crediti ceduti e mai venuti ad esistenza. Il cedente, invece, potrà insinuarsi nel passivo fallimentare per ottenere la restituzione delle somme eventualmente anticipate a favore del fallito e rimaste prive di causa¹⁶¹.

Passando all'art. 4, comma 4 della legge sulla cartolarizzazione dei crediti, esso non specifica nei confronti di quale partecipante all'operazione di cartolarizzazione possa proporsi l'azione revocatoria *ex art. 67 l. fall.*

L'azione revocatoria fallimentare potrebbe essere esercitata dal curatore del cedente, con lo scopo di recuperare i crediti ceduti attraverso la dichiarazione di inefficacia dell'operazione di cartolarizzazione.

Come precedentemente osservato, si ricorda che, ai sensi dell'art. 4, comma 2, l. n. 130/99, la cessione dei crediti è opponibile ai creditori concorsuali solo se la pubblicazione dell'avvenuta cessione nella Gazzetta Ufficiale precede la sentenza dichiarativa di fallimento.

In merito all'ipotesi di fallimento del cedente, Bontempi sostiene che troverebbe applicazione l'art. 7, l. n. 52/91¹⁶², con la sola differenza che il

¹⁶¹ GUERRIERI, *Commento sub. art. 4*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1093 ss.

¹⁶² Art. 7, l. n. 52/91: «*Fallimento del cedente – 1 L'efficacia della cessione verso i terzi prevista dall'art. 5, comma 1, non è opponibile al fallimento del cedente, se il curatore prova*

termine a ritroso di un anno ivi previsto, andrà sostituito con quello di tre mesi. Di conseguenza, l'azione revocatoria fallimentare può colpire l'operazione di cartolarizzazione compiuta dal cedente, determinando l'efficacia della cessione dei crediti sottratti alla procedura, se si dimostra che il cessionario conosceva lo stato di insolvenza del cedente quando è stato eseguito il pagamento del portafoglio ceduto e se questo è stato effettuato nei tre mesi antecedenti la sentenza dichiarativa di fallimento e prima della scadenza dei crediti ceduti¹⁶³.

Nega che le operazioni di cartolarizzazioni possano essere sottoposte anche alla l. n. 52/91 Guerrieri, secondo il quale nonostante, in linea di principio, nulla lo impedisca, in concreto l'applicabilità anche delle norme disciplinanti la cessione dei crediti d'impresa potrebbe venire ammessa solo nei limiti in cui esse risultino compatibili con la l. n. 130/99. Alla luce di tale premessa egli osserva come, confrontando l'art. 1, lett. c), l. n. 52/91 con l'art. 1, lett. a), l. n. 130/99 emerge che l'oggetto sociale richiesto dalle due leggi alla cessionaria, quale condizione di applicazione della disciplina da esse dettata, rende impossibile che, per una operazione di *securitisation*, si verifichino i presupposti per l'applicazione contemporanea sia dell'una che dell'altra normativa¹⁶⁴. Seppure è vero che la società – veicolo cessionaria di crediti destinati alla cartolarizzazione spesso acquista i crediti rientranti nella previsione dell'art. 1, lett. c), l. n. 52/91,

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.2. Il curatore del fallimento del cedente può recedere dalle cessioni stipulate dal cedente, limitatamente ai crediti non ancora sorti alla data della sentenza dichiarativa.3. In caso di recesso il curatore deve restituire al cessionario il corrispettivo pagato dal cessionario al cedente per le cessioni previste nel comma 2».

¹⁶³ BONTEMPI – SCAGLIARINI, *op. cit.*, pag. 169 ss.

¹⁶⁴ Art. 1, l. n. 52/91: «Ambito di applicazione – 1. La cessione di crediti pecuniari verso corrispettivo è disciplinata dalla presente legge, quando concorrono le seguenti condizioni: [...] c) il cessionario è una società o un ente, pubblico o privato, avente personalità giuridica, sempre che, in ogni caso, l'oggetto sociale preveda anche l'acquisto di crediti di impresa, e il cui capitale sociale o il fondo di dotazione sia non inferiore a dieci volte il capitale minimo previsto per le società per azioni».

è altrettanto vero che essa non può prevedere nel proprio oggetto sociale lo svolgimento di un'attività di cessione di crediti d'impresa *tout court*, suscettibile di poter essere realizzata al di fuori di un'operazione di *securitisation*¹⁶⁵. Oltre a ciò, la *SPV*, a differenza di una società di *factoring*, non è portatrice di interessi autonomi sui crediti acquistati, poiché sono i portatori di *ABS* che, da un lato, traggono diretto vantaggio dalla preservazione del negozio di cessione e, dall'altro, sopportano i rischi connessi all'operazione¹⁶⁶.

Ai sensi del combinato disposto dell'art. 4, comma 4, l. n. 130/99 e dell'art. 67, l. fall., in caso di fallimento del cedente, la cessione dei crediti può essere soggetta ad azione revocatoria fallimentare qualora essa sia avvenuta entro tre mesi dalla data di dichiarazione di fallimento, a condizione che il cedente fosse insolvente alla data della cessione e il curatore possa provare che la società – veicolo era a conoscenza del suo stato di insolvenza¹⁶⁷. Inoltre, se il valore del portafoglio ceduto (o le obbligazioni assunte) dal cedente superi di oltre di un quarto il corrispettivo ricevuto dalla società – veicolo, in caso di fallimento del cedente, la cessione può essere soggetta ad azione revocatoria fallimentare, nell'ipotesi in cui essa sia avvenuta entro sei mesi dalla dichiarazione di fallimento, salvo che la *SPV* provi che non conosceva lo stato di insolvenza del cedente.

Nella prassi, per scongiurare l'ipotesi che il curatore riesca a provare la conoscenza dello stato di insolvenza del cedente fallito da parte della società – veicolo ovvero per i casi in cui la legge richieda che sia la *SPV* a dover dimostrare la propria ignoranza incolpevole, quest'ultima si avvale di certificati di solvibilità rilasciate dal cedente contestualmente all'atto di cessione.

¹⁶⁵ GUERRIERI, *Commento sub. art. 1*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1013 ss.

¹⁶⁶ CAPONE, *Commento sub. art. 4, commi 3 e 4*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 319.

¹⁶⁷ CAPONE, *Commento sub. art. 4, commi 3 e 4*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 320.

In merito, Cabras osserva che, in genere, la riduzione dei termini a ritroso previsti dalla l. n. 130/99, rende difficilmente esperibile l'azione revocatoria del negozio di cessione, data l'usuale maggior durata dell'istruttoria fallimentare¹⁶⁸.

Come accennato, nell'art. 4, comma 4, l. n. 130/99 l'espressione generica «operazioni di cartolarizzazione» induce a concludere che esso sia applicabile anche ad altre tipologie di atti, diversi dal negozio di cessione.

L'uso di tale locuzione è una scelta consapevole del Legislatore. Nel disegno di legge n. 5058, presentato il 7 luglio 1998, l'originaria formulazione di tale articolo prevedeva che la riduzione dei termini per l'esperimento dell'azione revocatoria avesse luogo nei riguardi delle «cessioni disciplinate dalla presente legge». Successivamente, nel corso dei lavori parlamentari il termine «cessioni» è stato sostituito con «operazioni di cartolarizzazione». Tale scelta è stata giustificata da Targhetti, il quale ha affermato che con ciò si voleva prevedere la sottrazione alla revocatoria anche delle garanzie che spesso affiancano i crediti ceduti¹⁶⁹¹⁷⁰.

La riduzione dei termini di revocatoria fallimentare si riferisce, quindi, all'operazione di cartolarizzazione nel suo complesso, costituita, cioè, da più negozi giuridici funzionalmente collegati, sia dal punto di vista economico, sia da quello giuridico. L'art. 4, comma 4, l. n. 130/99, si riferirebbe, dunque, tanto all'atto di cessione quanto a quello di emissione dei titoli. Si devono considerare, inoltre, le eventuali garanzie rilasciate dal cedente al cessionario in quanto facenti parte delle operazioni di *securitisation* stesse¹⁷¹.

¹⁶⁸ CABRAS, *Cartolarizzazione dei crediti di impresa e procedure concorsuali*, in *Impresa*, 2000, II, pag. 1142.

¹⁶⁹ Relazione n. 5058 A della VI Commissione permanente (Finanze) presentata alla Presidenza il 22 febbraio 1999 sul disegno di legge presentato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (Ciampi) di concerto con il Ministro delle finanze (Visco) – *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*. Relatore: Targhetti

¹⁷⁰

¹⁷¹ CAPONE, *Commento sub. art. 4, commi 3 e 4*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 321.

La legge n. 130/99 non prevede espressamente nemmeno il fallimento della società – veicolo. Per l'approfondimento riguardo ai temi della separazione patrimoniale della *SPV*, della sua responsabilità patrimoniale e delle questioni relative all'assoggettabilità o meno della stessa al fallimento, si rinvia al capitolo 3 del presente elaborato.

Capitolo 3

La società – veicolo e il principio della separatezza patrimoniale

3.1. L'oggetto sociale esclusivo

L'art. 3 della l. n. 130/99 detta i requisiti necessari affinché la società cessionaria o la società emittente i titoli, se diversa dalla cessionaria, possano svolgere un'operazione di cartolarizzazione.

L'art. 3, al primo comma, stabilisce che *«la cessionaria, o la società emittente se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti»*.

Il Legislatore, in questa norma, ha voluto evitare di imporre che la società cessionaria e quella emittente fossero la stessa entità giuridica e collegare il requisito di specialità dell'oggetto sociale all'emissione dei titoli, piuttosto che all'acquisto dei crediti.

La *ratio* sta nel fatto che, limitando l'operatività della società – veicolo precludendole ogni attività imprenditoriale non strettamente necessaria per la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione, si garantisce che il patrimonio della stessa non sarà distratto per altri fini, non solo in senso penalistico del termine, ma anche dal punto di vista aziendalistico, poiché non vi sarà, così, necessità di remunerare altri elementi del passivo.

L'effetto di tale scelta normativa sta nella riduzione delle cause di *default* della società stessa, affinché il rischio di insolvenza delle *ABS* sia circoscritto alla *performance* del portafoglio dei crediti vincolato *ex lege* a favore dei portatori dei titoli.

La norma riflette la tipica impostazione di matrice anglosassone, secondo la quale la società – veicolo rappresenta un'entità che si interpone tra l'*originator* e i portatori dei titoli, con il solo scopo di assicurare la c.d. *ring fencing* del

portafoglio oggetto della cartolarizzazione, vale a dire la sua segregazione a beneficio dei portatori dei titoli, nonché l'*insolvency remotness* dell'operazione nel suo complesso¹⁷².

La legge n. 130/99 non prende in considerazione la possibilità di estendere l'operatività del veicolo ad attività connesse e strumentali. Galletti, ritiene di escludere che esso possa svolgere tali attività ed interpreta la volontà del Legislatore nel senso di limitare la sfera operativa della *SPV* in modo drastico. Potranno essere ammesse solo quelle operazioni con un rapporto di strumentalità così stretto con la cartolarizzazione, da non poter concepire la seconda senza le prime. Mantenendo questa logica, tuttavia, operazione finanziarie accessorie, come, ad esempio, quelle di copertura attraverso la stipula di contratti derivati di *swap*, rischierebbero di essere giudicate estranee all'oggetto sociale. Un indizio a favore di una loro ammissibilità si riscontra nella stessa l. n. 130/99, all'art. 2, comma. 3, lett. *f*), dove si parla di «operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione». La menzione dell'accessorietà consente di limitare gli atti ammessi a quelli legati all'attività principale da un nesso di interdipendenza funzionale¹⁷³.

Benché nessuna norma disciplini l'ambito delle partecipazioni detenibili dalla società – veicolo, si nega che il concetto di esclusività dell'oggetto sociale possa essere utilizzato per fornire una risposta a tale questione, legittimando solo l'acquisto di azioni di altre *SPV* ed escludendo l'acquisto di partecipazioni in società diverse.

Ciò che si osserva nella pratica è un espresso divieto per la società – veicolo di detenere partecipazioni in altre società, a prescindere dal loro oggetto sociale e, più in generale, un divieto a compiere qualsiasi attività che non sia connessa o strumentale all'operazione di cartolarizzazione. Da un punto di vista teorico, si potrebbero distinguere le partecipazioni rientranti nel concetto di «attività finanziarie» nelle quali il veicolo può investire legittimamente le somme non

¹⁷² GIANNELLI, *Le società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell'impresa*, in *Riv. delle soc.*, 2002, II, pag. 929 ss.

¹⁷³ GALLETTI, *Commento sub. art. 3*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1062.

immediatamente destinate ai portatori dei titoli, per le quali non si pongono problemi di incompatibilità con l'oggetto sociale, data la loro esplicita previsione all'art. 2, comma 3, lett e), l n. 130/99. È necessario rilevare, tuttavia, che le partecipazioni, così come qualsiasi altra attività finanziaria con un elevato grado di rischio, potrebbero, proprio per la loro rischiosità, non essere accettate dagli stessi portatori dei titoli, nonché dalle agenzie di *rating*.

In ogni caso, come osservato da Giannelli, ove lo statuto della società – veicolo preveda, nella clausola sull'oggetto sociale, attività estranee alla realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione ovvero attività accessorie non espressamente ricavabili dalla l. n. 130/99, ne deriverebbe il rischio di nullità della società per illiceità dell'oggetto sociale *ex art. 2332*, comma 1, n. 2), c.c.¹⁷⁴.

3.2. Qualificazione della società – veicolo come imprenditore

Quanto alla questione sulla qualificazione della società – veicolo come imprenditore, parte della dottrina ritiene che non vi siano dubbi nel rispondere positivamente.

Giannelli stesso afferma che, a differenza di quanto avviene per altri tipi di società ad oggetto esclusivo operanti nel settore finanziario, come ad esempio quelle che si occupano di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari¹⁷⁵ o quelle per la gestione accentrata di strumenti finanziari¹⁷⁶, per le quali la legge precisa che esse hanno «*carattere d'impresa*,

¹⁷⁴ GIANNELLI, *op. cit.*, pag. 941.

¹⁷⁵ Art. 61, comma 1, t.u.f.: « *Mercati regolamentati di strumenti finanziari – 1. L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro (società di gestione) ».*

¹⁷⁶ Art. 80, comma 1, t.u.f.: « *Attività di gestione accentrata di strumenti finanziari – 1. L'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata nella forma di società per azioni, anche senza fine di lucro ».*

anche senza scopo di lucro», la legge n. 130/99 non si preoccupa di esplicitarlo¹⁷⁷.

In tal senso anche Galletti, secondo il quale la possibilità di costituire una società – veicolo destinata ad effettuare più operazioni nello stesso momento e concepita in prospettiva come una “società di servizi”, cioè come soggetto che organizza per il mercato servizi di *securitisation*, porta a concludere che il veicolo svolge una vera e propria attività d’impresa, qualificabile come successione di atti d’impresa. Lo stesso autore evidenzia come, sebbene gli atti di gestione siano affidati ad altri soggetti, quali a titolo meramente esemplificativo il *servicer*, il *cash manager* e l’*arranger*, nel nostro ordinamento giuridico la qualifica di imprenditore discende dal criterio dell’imputazione. L’imprenditore non cessa di essere tale se opera attraverso un institore dotato della legittimazione di compiere tutti gli atti pertinenti all’oggetto dell’impresa, poiché il risultato dell’attività, nonché l’attività stessa, viene imputato al titolare. La sussistenza del rapporto “di servizio” non ne esclude, quindi, la titolarità in capo alla SPV. I compensi ai vari agenti saranno semplicemente dei costi d’impresa¹⁷⁸.

La società per la cartolarizzazione dei crediti rispetta anche i requisiti richiesti dall’art. 2082 c.c.¹⁷⁹ per la qualifica di imprenditore.

Quanto alla professionalità, da intendersi come non occasionalità dell’attività svolta, è evidente come per un’operazione complessa come quella di cartolarizzazione, gli atti a tal fine predisposti hanno frequenza, intensità e grado di difficoltà tali che non possono dirsi compiuti in modo transitorio ed occasionale, nemmeno se posti in essere per una sola operazione che esaurisca l’oggetto della SPV¹⁸⁰.

¹⁷⁷ GIANNELLI, *op. cit.*, pag. 933 ss.

¹⁷⁸ GALLETTI, *Commento sub. art. 3*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1055 ss.

¹⁷⁹ Art. 2082 c.c.: «*Imprenditore – È imprenditore chi esercita professionalmente un’attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi*».

¹⁸⁰ GUERRIERI, *Commento sub. art. 1*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1020.

Nessun dubbio nemmeno in merito all'economicità: lo scopo dell'operazione è, infatti, quello di realizzare operazioni di cartolarizzazione in modo di ricavare un utile o quantomeno coprire i costi con i ricavi¹⁸¹¹⁸².

Nelle previsioni della legge sulla cartolarizzazione dei crediti, l'art. 2, comma 3, lett. h), l. n. 130/99, impone di indicare nel prospetto informativo per l'offerta delle *ABS* il percettore o i percettori degli utili previsti dall'operazione. In merito Giannelli osserva che, se tali soggetti fossero solamente i soci del veicolo, secondo la disciplina generale, tale norma non avrebbe senso di esistere. Sembra che il Legislatore abbia voluto riferirsi alla c.d. *profit extraction*: considerando che la società – veicolo è costituita con lo scopo di garantire la separazione patrimoniale del portafoglio cartolarizzato, essa non è destinata a produrre utili, tanto che, qualora residuino somme dopo il rimborso finale e il pagamento di tutti i costi dell'operazione, esse vengono retrocesse all'*originator*¹⁸³.

L'organizzazione dell'impresa sussiste, in senso giuridico, e consiste nell'apparato predisposto per la riscossione ed il pagamento dei profitti promessi agli investitori. La *SPV* non gestisce un patrimonio per conto degli investitori, trasformandolo, tuttavia sul piano economico essa costituisce un intermediario tra *originator* e sottoscrittori dei titoli. In sua assenza, la “trasformazione finanziaria” non sarebbe possibile¹⁸⁴.

Pur premettendo il possesso, da parte della società – veicolo, dei requisiti *ex art. 2082 c.c.* per la qualifica di imprenditore Sepe assume in merito una diversa posizione. Egli esclude l'assunzione del rischio d'impresa da parte degli azionisti della società - veicolo. Infatti, considerando la funzione economica della *SPV* ed alla luce del regime di separazione patrimoniale del portafoglio di crediti

¹⁸¹ Si ricorda che un'attività deve considerarsi economica purché, sulla base di una valutazione *ex ante*, non emerga che, per il modo in cui essa è organizzata, debba escludersi a priori che essa sia in grado di coprire i costi con i ricavi. GALGANO, *Diritto commerciale. L'imprenditore*, Bologna, 1993, pag. 23.

¹⁸² GUERRIERI, *Commento sub. art. 1*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. loc. cit.*

¹⁸³ GIANNELLI, *op. cit.*, pag. 931.

¹⁸⁴ GALLETTI, *Commento sub. art. 4*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1057 ss.

contestualmente ceduto, il diritto proprietario, inteso come diritto al controllo dell'impresa, congiunto al diritto di appropriarsi del plusvalore dell'azienda (tradizionalmente attribuito in via residuale agli azionisti), esso viene attribuito ai creditori della cartolarizzazione (portatori dei titoli e altri soggetti partecipanti). In un'operazione di *securitisation*, gli azionisti non assumono alcun rischio se non quello marginale della mancata restituzione del conferimento. Alla luce di tale premessa, e considerando la limitazione dell'oggetto sociale del veicolo alla realizzazione di operazioni di cartolarizzazione, Sepe nega che la *SPV* sia sottoposta al rischio d'impresa. Se il concetto d'impresa è da ricondursi alla stregua dell'esistenza di un rischio intrinseco, laddove questo non sia rinvenuto, dovrebbe escludersi la presenza di un'impresa¹⁸⁵.

3.3. Il principio della separatezza patrimoniale

Come afferma Bochicchio, l'essenza della cartolarizzazione «*consiste nell'incorporazione dei crediti ceduti in beni autonomi, rappresentati da titoli emessi da una società ad hoc, la società veicolo, distinta dal creditore e che ha la funzione, quale cessionaria, di curare la destinazione delle somme a favore dei risparmiatori acquirenti dei titoli*»¹⁸⁶¹⁸⁷.

La destinazione di tali crediti e delle somme derivanti dalla loro riscossione a garanzia dei portatori dei titoli viene realizzata attraverso la loro segregazione in un patrimonio separato nella società – veicolo.

Ai sensi dell'art. 3, secondo comma: «*i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da*

¹⁸⁵ SEPE, *La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte*, in *Riv. critica del dir. priv.*, 2004, pag. 555 ss.

¹⁸⁶ BOCHICCHIO, *op. cit.*, pag. 983.

¹⁸⁷ Si ricorda che ai sensi dell'art. 7, l. n. 130/99, le operazioni di cartolarizzazione possono essere effettuate anche attraverso la cessione ad un fondo comune d'investimento ovvero, senza l'effettuazione di cessione, mediante un contratto di *sub-participation*. In questo capitolo si procederà solamente all'analisi del modello di *securitisation* che prevede la cessione dei crediti ad una società – veicolo.

quello delle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi».

In dottrina, il termine «patrimonio separato» indica una massa di beni diversificati dal restante patrimonio facente capo ad un soggetto giuridico, in quanto caratterizzati da un vincolo di destinazione ad un determinato scopo, tanto che si parla anche di “patrimonio di destinazione”. Esso ha una sorte giuridica più o meno indipendente e strettamente connessa con tale destinazione. In questo senso viene generalmente usata anche l'espressione “patrimonio autonomo”, quando l'imputazione soggettiva si riferisce a più soggetti giuridici. Riguardo al concetto di soggettività collettiva, è stata accolta l'idea che essa non influenza la destinazione dei beni del patrimonio stesso¹⁸⁸.

Il vincolo di destinazione deve essere tale da provocare l'intervento di una disciplina specifica, diversa, cioè da quella alla quale è sottoposto il residuo patrimonio del soggetto. I singoli elementi che compongono il patrimonio separato devono avere la peculiarità della non distraibilità dal vincolo che li unifica e, per questo, essere sottoposti a speciali misure di conservazione e di amministrazione¹⁸⁹.

Il limite di destinazione, perciò, da un lato, comporta un vincolo all'utilizzabilità dei beni facenti capo al titolare, dall'altro, genera una diversità tra il regime giuridico applicabile al patrimonio separato del soggetto e quello del patrimonio individuale dello stesso. Da ciò deriva una restrizione nell'ambito della responsabilità patrimoniale *ex art. 2740 c.c.*, secondo il quale «1. Il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri. 2. Le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge». È proprio invocando il secondo comma di tale articolo che viene circoscritto l'oggetto dell'azione soddisfattiva da parte dei terzi sul

¹⁸⁸ MASSINETTI, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. «cartolarizzazione» dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, pag. 101.

¹⁸⁹ BIGLIAZZI – GERI, *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enciclopedia del diritto XXXII*, Milano, 1982, v. *Patrimonio*, pag. 280 ss.

patrimonio separato¹⁹⁰. Il nostro sistema giuridico di derivazione romanistica, benché esso abbia riconosciuto l'istituto del *trust*¹⁹¹, che è tipico degli ordinamenti di *common law*, nega la possibilità che l'autonomia privata possa liberamente produrre forme di separazione patrimoniale, rendendo queste ammissibili solo qualora espressamente previste dalla legge¹⁹².

Al fine di ottenere la segregazione dei crediti ceduti nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione e di porli a garanzia dei portatori dei titoli, senza contraddire la regola generale sulla responsabilità patrimoniale prevista dall'art. 2740 c.c., si è consentito per legge, per l'appunto con legge n. 130/99, che le somme corrisposte dai debitori ceduti a pagamento di quei crediti siano destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli (art. 1, lett. *b*), l. n. 130/99) e, correlativamente, che su quei crediti e sulle somme corrisposti dai debitori a loro pagamento siano ammesse azioni soltanto a tutela di quegli stessi diritti (art. 4, comma 2, l. n. 130/99).

Riguardo alla separazione patrimoniale *ex lege* n. 130/99, la dottrina si è interrogata, di fronte al silenzio della legge, sull'ammissibilità o meno dell'estensione di azioni esecutive al patrimonio generale della società – veicolo

¹⁹⁰ MASSINETTI, *op. loc. cit.*.

¹⁹¹ L'Italia è stata il primo sistema di *civil law* a sottoscrivere ed a ratificare la convenzione de l'Aja sul riconoscimento degli effetti del *trust* del 1° luglio 1985 (resa esecutiva in Italia con l. 16 ottobre 1989 n. 364, entrata in vigore il 1 gennaio 1992). Generalmente, la struttura di un *trust* si avvicina allo schema della fiducia: il costituente del *trust* (c.d. *settlor*) trasferisce un bene o un insieme di beni ad un *trustee* (fiduciario), che ne acquista la proprietà *fiduciae causa*, con l'obbligo di amministrarli a beneficio del costituente medesimo, ovvero di un terzo beneficiario. Il *trustee*, fino a quando non abusa della sua posizione può muoversi con una certa discrezionalità, nei limiti e perseguendo gli obiettivi definiti nel *trust deed*, cioè nell'atto costitutivo del *trust*. La gestione dei beni affidati al *trustee* è dinamica, nel senso che tali beni sono concepiti come una universalità di cose (c.d. *fund*) ed è questa, non i singoli elementi, ad essere oggetto delle aspettative tutelate dal beneficiario. I beni del *fund* costituiscono un patrimonio separato rispetto a quello del *trustee* e non possono essere aggrediti, né dai creditori di quest'ultimo, né dai creditori del *settlor*. Allo scioglimento del *trust*, tutti i diritti sul *fund* si consolidano nel beneficiario, il quale ne diviene pieno proprietario. GAMBARO, *Trust*, in *Digesto – Discipline privatistiche*, Torino, 1999, pag. 450 ss.

¹⁹² CAROTA, *op. cit.*, pag. 29 ss.

da parte dei c.d. creditori riservatari, vale a dire i portatori dei titoli e i creditori per i costi dell'operazione.

Alcuni autori hanno cercato la risposta a questa domanda nell'art. 3, comma 2, l. n. 130/99, il quale parla di «*patrimonio separato a tutti gli effetti*». Poiché l'espressione «*patrimonio separato*» è riassuntiva e dalla valenza ambigua, potendosi riferire tanto alla nozione di separazione patrimoniale desumibile dalla legge sulla cartolarizzazione dei crediti, quanto ad un concetto generale, ma non sufficientemente definito, la locuzione «*a tutti gli effetti*» può assumere sia il senso di richiamare tutti gli effetti espressamente previsti dalla legge in esame, perciò solo quelli e non altri, sia quello di disporre il verificarsi di tutte le possibili conseguenze di una «separazione», qualificando, così, nel modo più rigoroso la fattispecie di «*patrimonio separato*» ex l. n. 130/99. Coniugando la *ratio* della legge sulla cartolarizzazione col senso letterale delle parole nella stessa utilizzate, si può concludere con l'interpretare la separazione in esame come un'ipotesi di separazione in senso stretto, vale a dire che all'esclusiva destinazione del flusso finanziario generato dai crediti cartolarizzati a garanzia dei portatori dei titoli, corrisponderà una equivalente circoscrizione della responsabilità patrimoniale sulla quale costoro possono fare affidamento¹⁹³.

Anche Sepe ritiene che la responsabilità patrimoniale su cui i portatori dei titoli possono fare affidamento è limitata al patrimonio separato, destinato loro «*in via esclusiva*», con la conseguenza che i creditori non possono aggredire il patrimonio generale della società – veicolo in caso di insufficienza di fondi. Il dato normativo che sostiene tale posizione è lo stesso art. 3, comma 2, l. n. 130/99, il quale, si ricorda, prevede che «*i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni*». Nel caso di una società multicomparto, se si consentisse l'aggressione del patrimonio generale, si causerebbe l'inevitabile dissesto della società e l'incertezza dei rapporti giuridici tra le parti, nonché

¹⁹³ CAROTA, *op. cit.*, pag. 33 ss.

l'insorgere di costi ulteriori e non preventivati a carico dei portatori dei titoli¹⁹⁴
195.

In senso contrario, altri autori, tra cui Galletti, hanno osservato che, nella pratica, la società – veicolo è *thinly capitalized*, essa cioè dispone di un esiguo capitale proprio. Ciò comporta che l'esperimento di eventuali azioni sul patrimonio generale della *SPV* raramente possano portare ad un'effettiva soddisfazione del creditore. Tuttavia, nonostante il Legislatore non abbia ritenuto essenziale prevedere un'adeguata struttura finanziaria non implica che l'imputazione del debito alla società – veicolo escluda la responsabilità patrimoniale generale della stessa. Il fatto che gli investitori siano consapevoli che l'unica vera garanzia sia costituita dal patrimonio separato non prova che essi non abbiano alcun diritto sul patrimonio generale. Sarebbe come dire che un creditore di un soggetto che abbia come unico cespite di rilievo un bene di valore, e ne sia consapevole quando assume l'obbligazione, non possa agire anche sugli altri beni che rinvenga nel patrimonio del debitore.

A sostegno di tale orientamento, viene considerata da Galletti l'espressione dell'art. 3, comma 2, secondo il quale su «*ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti*»; la norma esplicita che, in caso di *SPV* multicomparto i sottoscrittori di un'operazione non hanno diritto di esercitare azioni nei confronti degli altri portafogli separati a garanzia di altre operazioni, ma, implicitamente, non pone ostacolo al patrimonio “non destinato” del veicolo stesso¹⁹⁶.

Condivide tale opinione anche Giannelli, il quale osserva che, se da un lato è indubbio che la l. n. 130/99 contiene una legittima deroga al principio della responsabilità patrimoniale, rispettando, così, l'art. 2740, comma 2, c.c., manca

¹⁹⁴ SEPE, *op. cit.*, pag. 565.

¹⁹⁵ In tal senso anche: PROTO, *op. cit.*, pag. 1173, LEO – DE NOVA, *La securitization in Italia*, in *Contratti*, 1999, pag. 712, RUCELLAI, *op. cit.*, pag. 413, RUMI, *Securitisazione. La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, Milano, 2001, pag. 87, CAPONE, *Commento sub. art. 4, commi 3 e 4*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 324.

¹⁹⁶ GALLETTI, *Commento sub. art. 3*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1074.

una deroga nel senso contrario. In più, nell'art. 3, comma 2, l. n. 130/99, si afferma che su ciascun patrimonio separato sono ammesse azioni solo dei portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi, ma non che i portatori di tali titoli hanno azione esclusivamente su tale patrimonio separato. In conclusione, in caso di insufficienza di quest'ultimo, i portatori dei titoli potranno far valere i propri crediti anche sul patrimonio proprio e, in ultima analisi, sul capitale sociale del veicolo, tanto che egli suggerisce quale possibile forma di *credit enhancement* la presenza di un capitale proprio elevato, il quale, seppur in via residuale, potrebbe assumere un'importante funzione di garanzia¹⁹⁷¹⁹⁸.

L'assenza di una separatezza patrimoniale biunivoca comporta il rischio, nelle operazioni multicomparto, che i creditori di una determinata operazione di cartolarizzazione attacchino, in caso di non completa soddisfazione dei loro diritti sul patrimonio separato di loro competenza, anche il patrimonio generale del veicolo, determinandone il fallimento, travolgendo inevitabilmente anche le altre operazioni da questa gestite.

Nel dubbio, la limitazione alla responsabilità della *SPV* ai crediti segregati viene convenzionalmente regolata nella documentazione contrattuale sottoscritta dalle parti, che così facendo ne accettano gli effetti.

In genere si inseriscono le c.d. clausole di *limited recourse*, con le quali i portatori dei titoli si obbligano a non far valere i propri diritti di credito sui beni della *SPV* diversi dal patrimonio separato a garanzia degli stessi.

Si ricorda, tuttavia, che data l'origine pattizia di tali clausole, il carattere *limited recourse* non è caratteristica imprescindibile e naturale delle *ABS* prevista *ex lege*; in assenza di previsioni contrattuali, pertanto, i portatori dei titoli potranno soddisfarsi prevalentemente, ma non esclusivamente sul patrimonio separato¹⁹⁹.

¹⁹⁷ GIANNELLI, *op. cit.*, pag. 944 ss.

¹⁹⁸ In tal senso anche MACARIO, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, pag. 23, secondo il quale la responsabilità patrimoniale della *SPV* rappresenta anche una forma di responsabilità verso il mercato.

¹⁹⁹ GIANNELLI, *op. cit.*, pag. 948.

Ogni portafoglio viene, inoltre, esplicitamente sottratto alla garanzia dei creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare il loro acquisto, in modo da rendere gli investitori sicuri della destinazione del proprio investimento²⁰⁰.

Per quanto riguarda i diritti dei terzi, tuttavia, la legge sulla cartolarizzazione dei crediti non è molto chiara. Nella stessa si riscontra, infatti, una discrasia tra gli artt. 1, lett. *b*) e 3, comma 2. Quest'ultimo nega la possibilità che su ciascun patrimonio separato possano esser avanzate azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi, a differenza del primo in base al quale le somme corrisposte dai debitori ceduti sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento, non solo, dei portatori dei titoli, ma anche al pagamento dei costi dell'operazione.

Riguardo a tale problematica Modulo e Zaccagnini ritengono che l'incongruenza sia dovuta ad un chiaro equivoco del Legislatore, il quale, probabilmente, all'art. 3, comma 2, ha dato per assunto che i costi dell'operazione siano nella prassi coperti prima del soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi. Oltre a ciò, la disposizione dell'art. 1 viene considerata prevalente rispetto a quella processuale contenuta nell'art. 3, essendo una norma precedente su un piano logico prima ancora che sistematico ed interpretativo²⁰¹.

In merito, Proto sostiene, invece, che i soggetti svolgenti servizi a favore della *SPV* e funzionali alla *securitisation* abbiano diritto ad essere remunerati dalla società – veicolo stessa, la quale può prelevare le somme necessarie a tal fine dai flussi derivanti dal portafoglio ceduto. Tuttavia, in caso di mancato pagamento di tali creditori, essi non avranno diritto di agire sul patrimonio separato della *SPV*, bensì su quello proprio della stessa²⁰².

In ogni caso, visto che la legge non precisa in che cosa consistono i «*costi dell'operazione*», la loro identificazione è contenuta nella documentazione

²⁰⁰ MODULO – ZACCAGNINI, *op. cit.*, pag. 92.

²⁰¹ MODULO – ZACCAGNINI, *op. cit.*, pag. 94.

²⁰² PROTO, *op. cit.*, pag. 1179.

contrattuale, ove si specificano anche le condizioni alle quali possono essere detratte dalle somme corrisposte dai debitori ceduti, in modo da evitare alla *SPV* di trovarsi in difficoltà di fronte a tali creditori e da garantire ai portatori dei titoli la massima trasparenza in merito alle azioni esperibili sul patrimonio separato dal quale essi sono garantiti, come prescrive espressamente la Consob, nel già citato regolamento n. 11971/99. L'ampiezza di tale definizione non dovrebbe rappresentare un pericolo per i portatori dei titoli, in quanto l'amministrazione della società – veicolo è affidata a soggetti che agiscono nel loro interesse e che, quindi, si adoperano affinché la *SPV* non incorra in spese inutili. È possibile, tuttavia, che essa si trovi a dover sostenere spese impreviste ed escluse dalla definizione convenzionale di «*costi dell'operazione*», come, ad esempio, in ipotesi di pagamento di danni per responsabilità civile²⁰³.

Sostenere che la società – veicolo risponde per le obbligazioni contratte all'esterno solo con la massa dei crediti ceduti equivarrebbe ad ipotizzare una deroga implicita all'art. 2740 c.c., con l'aggravante che solo alcuni creditori potrebbero aggredire direttamente il patrimonio separato, vale a dire i creditori per i costi dell'operazione. Una volta limitata *intra vires et cum viribus* la responsabilità della *SPV*, il rischio per i soggetti non riconducibili a coloro i quali possono essere pagati con prededuzione sarebbe quello di non aver garanzia per il loro credito. Affermare che un'obbligazione non possa insistere né sul patrimonio separato né su quello generale, dimostra che la normale responsabilità personale della *SPV* per i debiti che contrae deve essere fatta salva²⁰⁴.

Ulteriore questione da affrontare riguarda la possibilità per i creditori dei singoli portatori dei titoli di aggredire i beni costituenti il patrimonio separato.

In merito si ricorda che la legge sulla cartolarizzazione dei crediti afferma che su tale patrimonio non sono ammesse azioni da parte di «*creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'operazione*». Se si interpretasse la norma alla lettera si dovrebbe escludere che i creditori particolari dei singoli portatori dei titoli possano avanzare azioni sul patrimonio separato.

²⁰³ SCARONI, *op. cit.*, pag. 1096 ss.

²⁰⁴ GALLETTI, *Commento sub. art. 3*, in MAFFEI – ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1076.

A diversa conclusione, tuttavia, si giunge se si considera che i titoli emessi incorporano i crediti ceduti, la cui massa va a formare il patrimonio separato. Premettendo ciò si può affermare che i creditori dei singoli sottoscrittori dei titoli possano aggredire i crediti incorporati nelle *ABS* da questi ultimi acquistati.

I titoli sono infatti nella libera disponibilità del portatore e, come discusso nel capitolo 1, in qualità di titoli di credito, possono essere assoggettati a pignoramento mobiliare presso il debitore. L'espropriazione dei titoli comporterà il trasferimento, in virtù dell'esecuzione dei titoli di credito, anche dei crediti sottostanti e incorporati nel titolo pignorato. In base a tale ragionamento, quindi, si può concludere che i creditori particolari dei singoli possessori dei titoli potranno soddisfarsi sulla parte dei crediti ceduti corrispondenti ai titoli acquistati²⁰⁵.

Con riguardo alla separazione patrimoniale bisogna considerare, tra l'altro, che manca nella normativa una disposizione idonea ad assicurare che anche i diritti, gli obblighi e, soprattutto, le garanzie connesse al portafoglio ceduto formino oggetto di "segregazione" e possano quindi essere correlati ai crediti cartolarizzati cui si riferiscono. Tale lacuna del Legislatore viene colmata nella prassi con la sottoscrizione di un pegno, col quale si costituisce una garanzia reale sui diritti di natura pecuniaria di cui la *SPV* è o sarà titolare ai sensi della documentazione contrattuale relativa all'operazione. Di tale mancata previsione è stato tenuto conto nella legge per la cartolarizzazione dei crediti *INPS*²⁰⁶, nella quale si esplicita che: «*i crediti ceduti, nonché tutti gli altri diritti acquisiti [...] nei confronti dell'INPS o di terzi a tutela dei portatori dei titoli emessi, ovvero dei finanziamenti contratti dalla società stessa [...] costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni*» e che «*sul patrimonio separato relativo a ciascuna operazione non*

²⁰⁵ BONTEMPI – SCAGLIARINI, *op. cit.*, pag. 146 ss.

²⁰⁶ Legge del 23 dicembre 1998, n. 448 recante «*Misure di finanza pubblica per la stabilizzazione e lo sviluppo*».

sono ammesse azioni da parte dei creditori, fintantoché non siano stati integralmente soddisfatti i diritti dei portatori dei titoli ovvero dei prestatori²⁰⁷».

3.4. Il fallimento della società – veicolo

Le disposizioni della legge sulla cartolarizzazione dei crediti da un lato, mirano a minimizzare il rischio di insolvenza della *SPV*, dall'altro, rendono poco conveniente ai creditori chiederne il fallimento.

Per quanto riguarda il primo aspetto, la l. n. 130/99 prevede l'obbligo per la società – veicolo di avere un oggetto sociale esclusivo, limitato alla realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. Di conseguenza, salvo illegittimo compimento di atti estranei all'oggetto sociale ed efficaci nei confronti dei terzi in buona fede *ex art. 2384-bis c.c.*, la *SPV* non sarà sottoponibile a fallimento per effetto di attività diverse da quelle di cui alla l. n. 130/99.

In quasi tutte le operazioni di *securitisation*, inoltre, le obbligazioni assunte dalla società – veicolo nei confronti degli investitori sono destinate a gravare unicamente sul patrimonio separato e sono assistite da numerose garanzie, che, pur non escludendo il rischio di insolvenza della *SPV*, lo limitano fortemente. A tal fine, nella prassi contrattuale, vengono inserite le clausole c.d. di *non – petition*, mediante le quali, i creditori che le sottoscrivono si impegnano a non presentare istanze per sottoporre il veicolo ad alcuna procedura concorsuale ed a non intraprendere azioni legali, che possano avere l'effetto di sottoporre la *SPV* ad alcuna procedura concorsuale, fino ad una certa data successiva a quella in cui i titoli emessi siano stati integralmente rimborsati o cancellati.

La mancata previsione nella legge sulla cartolarizzazione dei crediti di limiti di capitale per la costituzione della società – veicolo, superiori a quelli previsti dal codice civile²⁰⁸, può essere interpretata come un indice della volontà del

²⁰⁷ Art. 13, l. n. 448/98: «Cessione e cartolarizzazione dei crediti *INPS*».

²⁰⁸ Per le società per azioni: art. 2327 c.c. «*Ammontare minimo del capitale – La società per azioni deve costituirsi con un capitale minimo non inferiore a centoventimila euro*».

Legislatore di rendere poco conveniente un'azione concorsuale promossa dai creditori personali del veicolo, il quale, oltre ad essere poco patrimonializzato, generalmente non dispone di beni da questi aggredibili²⁰⁹.

Nonostante la probabilità di fallimento della società – veicolo risulti remota, è comunque necessario interrogarsi sulla disciplina applicabile nell'eventualità che ciò si verifichi.

Per quanto concerne l'ipotesi di fallimento della società – veicolo, si aprono in dottrina vari orientamenti che sostengono l'assoggettabilità o meno dei tale società al fallimento. La dottrina maggioritaria tende a rispondere in senso positivo, anche se vi sono opinioni divergenti in merito alla sua qualificazione di impresa (l'approfondimento a riguardo nel paragrafo 3.2).

Tra gli autori che accolgono la tesi dell'assoggettabilità al fallimento della società cessionaria e della società emittente i titoli, Proto e Capone, secondo i quali ciò è giustificato dal fatto che tali società sono costituite nelle forma delle società di capitali e dalla mancanza di una disciplina derogatoria in merito.

Proto, tuttavia, osserva che, a differenza di quanto normalmente accade per gli intermediari finanziari e per le società di gestione in dissesto, non vi è la necessità di formare uno stato passivo per i clienti aventi diritto alla restituzione degli strumenti finanziari e del denaro (ai sensi dell'art. 57 t.u.f.²¹⁰), poiché i

Per le società a responsabilità limitata: art. 2463, comma 2, n. 4) «Costituzione – 2. L'atto costitutivo deve essere redatto per atto pubblico e deve indicare [...] 4) l'ammontare del capitale, non inferiore a diecimila euro, sottoscritto e di quello versato».

²⁰⁹ CAPONE, *Commento sub. art. 4, commi 3 e 4*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, pag. 323.

²¹⁰ Art. 57, comma 4, t.u.f.: «Liquidazione coatta amministrativa – 4. I commissari, trascorso il termine previsto dall'articolo 86, comma 5, del T.U. bancario e non oltre trenta giorni successivi, sentiti i cessati amministratori, depositano presso la Banca d'Italia e, a disposizione degli aventi diritto, nella cancelleria del tribunale del luogo dove la Sim, la società di gestione del risparmio e la Sicav hanno la sede legale, 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, nonché dei soggetti appartenenti alle medesime categorie cui è stato negato il riconoscimento delle pretese. I clienti aventi diritto alla restituzione degli strumenti finanziari e del denaro relativi ai servizi e alle attività previsti dal presente decreto sono iscritti

portatori dei titoli non sono titolari dei crediti cartolarizzati, i quali restano formalmente di proprietà della *SPV*, pur non costituendo il suo patrimonio. La società – veicolo, inoltre, non è portatrice di un interesse proprio, bensì fa da tramite tra i possessori dei titoli emessi e l'*originator*. Inoltre, la separazione patrimoniale impedisce al curatore di acquisire i crediti, i relativi interessi ed il loro controvalore, dal momento che lo spossessamento del fallito, ai sensi dell'art. 42 l. fall.²¹¹, può riguardare solamente i beni del fallito e non quelli che vengono dichiarati come un patrimonio separato da quella società, come nel caso di operazioni di cartolarizzazione. Anche se si volessero considerare tali crediti come beni del fallito, tale autore afferma che il Legislatore ha voluto introdurre un'altra categoria di beni non compresi nel fallimento. A sostegno della suddetta tesi, egli osserva che la l. n. 130/99 espressamente sottrae i crediti da qualsiasi azione, quindi anche concorsuale, diversa da quella individuale, esercitabile dai portatori dei titoli e a tutela dei diritti incorporati nei titoli. La diretta conseguenza di tali conclusioni è che i flussi di cassa a favore dei portatori dei titoli non si interromperanno²¹².

La società – veicolo potrà essere considerata insolvente, dunque, nell'ipotesi in cui si trovi nell'impossibilità di far fronte alle obbligazioni contratte nel proprio interesse, che gravano esclusivamente sul patrimonio separato, se si accoglie la tesi secondo la quale i portatori dei titoli hanno diritto di rivalersi solo su quest'ultimo, ovvero anche sul patrimonio generale della *SPV*, se si segue

in apposita e separata sezione dello stato passivo. Il presente comma si applica in luogo dell'articolo 86, commi 6 e 7 del T.U. bancario».

²¹¹ Art. 42 l. fall.: «*Beni del fallito – 1. 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. 2. 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. 3. Il curatore, previa autorizzazione del comitato dei creditori, può rinunciare ad acquisire i beni che pervengono al fallito durante la procedura fallimentare qualora i costi da sostenere per il loro acquisto e la loro conservazione risultino superiori al presumibile valore di realizzo dei beni stessi».*

²¹² PROTO, *op. cit.*, pag. 1179. Della stessa opinione anche MODULO – ZACCAGNINI, *op. cit.*, pag. 99 ss, SEASSARO, *op. cit.*, pag. 146, SCARONI, *op. cit.*, pag. 1108.

l'orientamento che consente a questi di agire, sia sul patrimonio separato, sia su quello generale del veicolo.

Un'ulteriore ipotesi di possibile dichiarazione di insolvenza del veicolo potrebbe discendere da azioni promosse dai possessori dei titoli in seguito a comportamenti illeciti o negligenti da cui discenda la responsabilità aquiliana della *SPV* nei confronti dei sottoscrittori. Nel caso di veicoli multicomparto, si aggiunge il rischio di confusione, colpevole o dolosa, dei vari patrimoni separati detenuti dalla società medesima, da cui potrebbero derivare effetti, sia in termini di responsabilità della *SPV* nei confronti dei portatori dei titoli, sia di conseguente stato di crisi del veicolo stesso²¹³.

Quanto alla responsabilità degli amministratori della società fallita, essi sarebbero comunque destinatari delle azioni *ex artt.* 2393 ss c.c. da parte degli organi del fallimento per eventuali commistioni tra patrimonio separato e patrimonio generale della società avvenute prima del fallimento²¹⁴.

Si pone, tra gli altri, anche il problema della competenza sulla gestione del patrimonio separato durante la procedura concorsuale, in quanto se si esclude, come ritiene la dottrina prevalente, che essa possa essere attribuita al curatore, l'alternativa consiste nell'affidarla al rappresentante dei portatori dei titoli²¹⁵. Generalmente, nella prassi, viene adottata quest'ultima soluzione.

Per quanto riguarda il regime della revocatoria fallimentare, nel silenzio della legge sulla cartolarizzazione dei crediti, nell'ipotesi di fallimento della società – veicolo, si ritengono applicabili i termini abbreviati *ex art.* 4, comma 4, della legge in esame, anche ai pagamenti effettuati dalla *SPV*.

Rimane dubbio, infine, se anche le cessioni da parte del veicolo dei crediti da essa stessa acquistate, effettuate *ex art.* 2, comma 3, lett. *d*), l. n. 130/99, possano essere assoggettate ai termini di revocatoria abbreviati ai sensi dell'art. 4, comma 4 della legge in esame. A riguardo Seassaro nega l'assoggettabilità al regime di

²¹³ CAPONE, *Commento sub. art. 4, commi 3 e 4*, in FERRO – LUZZI e PISANTI, *op. loc. cit.*

²¹⁴ RORDORF, *op. loc. cit.*

²¹⁵ RORDORF, *op. cit.*, pag. 1170.

revocatoria fallimentare di tali cessioni, argomentando che ciò presupporrebbe l'avvenuto fallimento del veicolo, che sarebbe incompatibile con la caratteristica di *bankruptcy remotness*²¹⁶. Come osservato, per quanto remota sia l'ipotesi di fallimento della SPV, la sua astratta fallibilità porta a concludere che le cessioni di cui all' art. 2, comma 3, lett. d), l. n. 130/99 siano revocabili entro i termini ridotti²¹⁷.

Il *default* della società – veicolo potrebbe avere effetti pregiudizievoli per il debitore ceduto che contesti giudizialmente il proprio debito dopo la dichiarazione di fallimento, in quanto, in caso di lite a lui favorevole, le spese connesse difficilmente saranno recuperate, visto che la parte vittoriosa non potrà agire sul patrimonio separato per il recupero di tali somme, essendo quel patrimonio destinato al soddisfacimento dei portatori dei titoli. In quanto creditore per titolo successivo al fallimento, inoltre, esso non sarà compreso nella categoria dei crediti prededucibili. Di conseguenza difficilmente potrà soddisfarsi sul patrimonio generale della cessionaria²¹⁸.

²¹⁶ SEASSARO, *op. cit.*, pag. 147.

²¹⁷ SCARONI, *op. cit.*, pag. 1109.

²¹⁸ PROTO, *op. loc. cit.*

Capitolo 4

Il rappresentante dei portatori dei titoli

4.1. Le funzioni del rappresentante dei portatori dei titoli

Il fenomeno della *securitisation* ha avuto origine nei paesi anglosassoni e successivamente si è diffuso anche in Italia. Uno degli aspetti più importanti della pratica sviluppatasi nei paesi di *common law* è la previsione di un'organizzazione dei portatori dei titoli, mediante la figura giuridica del *trust*. In sintesi tale istituto prevede che la società – veicolo contragga il prestito solo con il *note trustee*, mediante la sottoscrizione da parte di quest'ultimo, in qualità di fiduciario, di un unico titolo (c.d. *global note*); nel caso in cui si verifichi un evento “patologico” (c.d. *trigger event*) il patrimonio separato viene trasferito allo stesso *trustee*, il quale agisce a tutela degli interessi degli investitori, alla luce di quanto previsto nel *deed of trust*, cioè nell'atto di costituzione del *trust*.

In Italia tale modello non è stato previsto dall'ordinamento giuridico, il quale ha mancato di dare una disciplina specifica in tema di organizzazione dei portatori dei titoli. Inoltre, la legge n. 130/99, al fine di assicurare una garanzia ai portatori dei titoli, contiene disposizioni che hanno l'effetto di isolare il portafoglio dei crediti ceduti in un patrimonio separato. Se anche in Italia fosse previsto il trasferimento del portafoglio cartolarizzato in seguito ad un *trigger event* ad una sorta di *trustee*, risulta chiaro che verrebbe meno la tutela data dalla separazione patrimoniale.

Anche Rucellai, nel commentare la prima bozza presentata dell'Associazione Bancaria Italiana (in seguito ABI), il 6 luglio 1997, critica «la mancata previsione, [...] nel “programma dell'operazione” (art. 3 della “bozza ABI”), del soggetto incaricato di agire nell'interesse degli obbligazionisti e degli altri creditori garantiti dal portafoglio dei crediti ceduti». L'autore specifica, inoltre, che tale rappresentante dovrebbe essere unico mandatario irrevocabile, col compito di tutelare i diritti di questi soggetti ed assicurare che essi vengano

pagati alle rispettive scadenze secondo l'ordine previsto nel prospetto e dalla documentazione contrattuale, nonché essere legittimato ad agire in giudizio per loro conto²¹⁹.

L'esigenza della presenza di un rappresentante dei portatori dei titoli viene confermata anche dal fatto che il Legislatore l'abbia espressamente prevista nell'art. 15, l. n. 448/98, sulla cartolarizzazione dei crediti INPS, ove si specifica che esso sia nominato per ogni operazione e abbia il potere di approvare le modifiche delle condizioni dell'operazione stessa, nell'interesse dei portatori dei titoli.

La prassi di mercato, con l'intento di superare tali difficoltà, ha introdotto nella documentazione contrattuale la figura del rappresentante legale dei portatori dei titoli (*Representative of the Noteholders*, in breve *RON*), il quale, oltre a rappresentare e tutelare gli interessi dei portatori dei titoli (o *noteholders*), ha anche il compito di salvaguardare i diritti degli altri creditori della società – veicolo, i c.d. *other issuer creditors*²²⁰.

Secondo Sepe, il rapporto giuridico sottostante consiste nel mandato collettivo, in quanto gli investitori, con un unico atto conferiscono al rappresentante la gestione di un affare di interesse comune *ex art. 1726 c.c.*²²¹²²².

La dottrina prevalente ritiene che l'«*interesse collettivo*» cui fa riferimento la norma debba intendersi non come mera coincidenza di singoli interessi solo occasionalmente o per opportunità riuniti fra più mandanti, bensì come risultato condiviso dai mandanti che non si presta ad essere frazionato. Similmente a quanto succede con il mandato *in rem propriam*, vi è un accordo tra le parti,

²¹⁹ RUCCELLAI, *Un progetto normativo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pag. 161 ss.

²²⁰ Per un approfondimento sugli *other issuer creditors* si rinvia al paragrafo 1.5.

²²¹ Art. 1726 c.c.: «*Revoca del mandato collettivo – Se il mandato è stato conferito da più persone con unico atto e per un affare di interesse comune, la revoca non ha effetto qualora non sia fatta da tutti i mandanti, salvo che ricorra una giusta causa*».

²²² SEPE, *op. cit.*, pag. 578.

entro il quale il mandato si colloca, che rende reciprocamente dipendenti gli interessi delle parti affidati alla cura del mandatario²²³.

Tale requisito, richiesto dall'art. 1726 c.c., sembra riscontrabile nella fattispecie della *securitisation*, tanto che usualmente nei contratti si specifica che il rappresentante dei portatori dei titoli non deve far riferimento agli interessi dei singoli *noteholders*, bensì dell'intera categoria.

L'art. 1726 c.c., tuttavia, prevede che nel mandato collettivo debba vigere la regola dell'unanimità, non solo in punto di revoca (cui fa esplicito riferimento), ma anche riguardo alle puntuali istruzioni da impartirsi al mandatario.

Ciò mal si adatta alle operazioni di cartolarizzazione, poiché queste, nella normalità delle ipotesi, si caratterizzano per la presenza di più classi di investitori, con altrettante posizioni economiche e giuridiche²²⁴, nonché di più investitori nella medesima classe.

Per far fronte al vuoto normativo, la prassi ha cercato di regolamentare la figura del *RON* ispirandosi alla normativa codicistica relativa al prestito obbligazionario. Si ricorda, tuttavia, che l'art. 5, comma 2 della legge sulla cartolarizzazione dei crediti stabilisce, *inter alia*, che «*alle emissioni dei titoli [...] non trovano altresì applicazione gli articoli da 2410 a 2420 del codice civile*».

Per le *ABS*, quindi, viene esclusa l'applicazione di tutta la disciplina codicistica in tema di obbligazioni, inclusi gli articoli relativi all'assemblea degli obbligazionisti (art. 2415 c.c.), al diritto di impugnazione delle deliberazioni dell'assemblea (art. 2412 c.c.), al rappresentante comune (art. 2417 c.c.) e agli obblighi e ai poteri del rappresentante comune (art. 2418 c.c.).

Secondo Sepe, il contenuto derogatorio dell'art. 5, comma 2, l. n. 130/99 è eccessivo e la *ratio* del divieto di applicazione sarebbe da riferirsi, quindi, al solo limite quantitativo previsto dall'art. 2410 c.c.²²⁵.

²²³ NANNI, *Commento sub. art. 1726 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Commentario del codice civile, Libro quarto. Delle obbligazioni*, Bologna, 1998, pag. 164 ss.

²²⁴ SEPE, *op. cit.*, pag. 578.

²²⁵ SEPE, *op. cit.*, pag. 579.

In merito Rucellai, pur escludendo l'applicazione degli articoli relativi al prestito obbligazionario, in quanto difficilmente compatibili con le procedure e i meccanismi della cartolarizzazione, afferma che non è ipotizzabile che i portatori dei titoli restino senza strumenti di tutela²²⁶.

In base a tali interpretazioni, la ricostruzione negoziale dell'organizzazione dei portatori dei titoli che faccia riferimento alla disciplina degli obbligazionisti sarebbe legittima²²⁷. Di conseguenza talune disposizioni codicistiche in materia di emissioni di obbligazioni potrebbero essere estese anche ai titoli emessi *ex lege* n. 130/99.

Come detto, l'organizzazione dei *noteholders* si distingue per una comunione di interessi, nonostante la persistenza del carattere individuale del diritto. Inoltre, non sembra contestabile il carattere legale e non volontario dell'organizzazione, dato che i relativi effetti si producono automaticamente in seguito alla proprietà dei titoli, anche se non voluti dai portatori degli stessi.

Alcuni autori fanno rientrare tale fenomeno associativo nel consorzio per il coordinamento della produzione e degli scambi (*ex artt. 2602 ss c.c.*²²⁸), ponendo l'accento sulla funzione esclusiva degli interessi comuni dei portatori dei titoli cui essa è destinata ad assolvere²²⁹.

Altri interpreti, tra i quali Sepe, ritengono che essa abbia la natura di un'associazione non riconosciuta ai sensi dell'artt. 36 ss. c.c., poiché sono riscontrabili tutti i caratteri dell'associazione: pluralità di persone, scopo comune, vincolo giuridico per il perseguimento e la stabilità dello scopo, nonché

²²⁶ RUCELLAI, *op. cit.*, pag. 163.

²²⁷ Sostiene che la figura del rappresentante dei portatori dei titoli sia analoga a quella del rappresentante comune degli obbligazionisti anche il MORBIDELLI, in *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, Torino, 2002, pag. 17.

²²⁸ Art. 2602 c.c.: «Nozione e norme applicabili – 1. Con il contratto di consorzio più imprenditori istituiscono un'organizzazione comune per la disciplina o per lo svolgimento di determinate fasi delle rispettive imprese. 2. Il contratto di cui al precedente comma è regolato dalle norme seguenti, salvo le diverse disposizioni delle leggi speciali».

²²⁹ CAMPOBASSO, *Controlli e obbligazioni*, in COLOMBO – PORTALE, *Trattato delle società*, vol. V, Torino, 1988, pag. 487 ss.

un'organizzazione in senso tecnico²³⁰. A riguardo, tuttavia, Mignoli precisa che, ulteriore caratteristica dell'associazione è la presenza di un fondo comune, assente nel caso in analisi²³¹. Si osserva, per contro, che tale elemento deriva dalla strutturazione dell'operazione di cartolarizzazione, poiché i costi della stessa sono pagati dalla società – veicolo a valere sui proventi derivanti dalla riscossione dei crediti ceduti e con priorità rispetto ai pagamenti dovuti ai portatori dei titoli²³².

Con riferimento alla natura associativa dell'organizzazione dei portatori dei titoli, si riscontra nella pratica contrattuale che, per la circolazione dei diritti collegati all'appartenenza al gruppo, si ricorre ad un meccanismo cartolare. L'incorporazione del diritto dell'investitore nella *cartula* fa, quindi, risalire ad un'intrinseca relazione tra legittimazione all'esercizio di tali diritti ed appartenenza al gruppo. Ciò comporta che l'investitore non potrà recedere dall'associazione ovvero venirne escluso, fintantoché è portatore del titolo. Da tale osservazione deriva la naturale conclusione che il titolo emesso *ex lege* n. 130/99 è attributivo sia di diritti di natura patrimoniale, sia di diritti di natura corporativa²³³.

Ruolo centrale nell'organizzazione dei portatori dei titoli è, appunto, quello ricoperto dal *RON*, la cui figura viene nella prassi prevista in ogni operazione di cartolarizzazione regolamentandone poteri, obblighi e limiti.

L'attuale normativa, primaria e secondaria, applicabile alle operazioni di cartolarizzazione, non prevedendo esplicitamente la figura del rappresentante dei portatori dei titoli, non richiede requisiti specifici per la sua nomina. Conseguentemente chiunque potrebbe svolgere il ruolo di *RON*. Ampio spazio al riguardo viene lasciato anche nella disciplina contrattuale; tuttavia, tale ruolo viene tipicamente ricoperto da banche, intermediari finanziari o società fiduciarie.

²³⁰ SEPE, *op. loc. cit.*

²³¹ MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, pag. 142.

²³² SEPE, *op. cit.*, pag. 580.

²³³ SEPE, *op. cit.*, pag. 581.

Generalmente, il *RON* viene nominato al momento dell'emissione dei titoli dai *lead managers* ovvero dagli stessi sottoscrittori dei titoli. In caso di recesso o di revoca da parte dell'assemblea dei *noteholders*, esso viene nominato dalla stessa assemblea. In tale occasione, viene, *inter alia*, determinato anche il suo compenso, individuandone la fonte di pagamento nelle somme derivanti dalla riscossione dei crediti cartolarizzati²³⁴. Ciò comporta che anche il *RON* sia uno dei creditori della *SPV* e beneficiario della separazione patrimoniale.

Tra i compiti del *RON* rientra quello di coordinare le azioni che i sottoscrittori dei titoli vogliono intraprendere per tutelare le proprie ragioni di credito. Ciò al fine di evitare che azioni individuali non coordinate causino problemi al buon esito dell'operazione²³⁵.

Nella documentazione contrattuale, precisamente nelle *rules of the organisation of the noteholders*, viene in genere inserita una clausola denominata «*individual action*», la quale stabilisce che nessuna azione individuale o rimedio può essere intrapreso da un singolo sottoscrittore in virtù dei propri diritti derivanti dai titoli, prima che nell'assemblea dei portatori dei titoli sia approvata ogni azione o rimedio nel rispetto delle previsioni contenute nelle *rules of the organisation of the noteholders*²³⁶.

Tale clausola di legittimazione processuale esclusiva viene criticata da Morbidelli, il quale ne mette in dubbio la costituzionalità per violazione dell'art. 24, ai sensi del quale «*Tutti possono agire in giudizio per la tutela dei propri*

²³⁴ Si osserva l'affinità con il prestito obbligazionario, laddove il compenso del rappresentante degli obbligazionisti viene determinato dall'assemblea degli obbligazionisti, a valere sul fondo degli stessi.

²³⁵ Si osserva che nel prospetto informativo di quotazione relativo alla cartolarizzazione dei crediti INPS, depositato presso la Consob il 27 settembre 2004, si prevede che «*Nessun portatore dei titoli ha diritto a procedere direttamente nei confronti dell'emittente a meno che il rappresentante dei portatori dei titoli, pur essendo tenuto a farlo, ometta di procedere entro un ragionevole lasso di tempo e tale omissione continui*».

²³⁶ Si riporta di seguito un esempio di tale clausola: «*No individual action or remedy can be taken by a noteholder to enforce his rights under the notes before the meeting of the noteholders has approved such action or remedy in accordance with the provisions of the Rules of the organisation of the noteholders*».

diritti e interessi legittimi. La difesa è diritto inviolabile in ogni stato e grado del procedimento».

Al fine di tutelare l'interesse comune dei portatori dei titoli, i poteri assegnati al *RON* si esplicano tipicamente qualora si verificano degli eventi "patologici" che possano minacciare il suddetto interesse.

Esempi di *trigger event* possono essere il mancato pagamento degli interessi e/o del capitale dovuti ai portatori dei titoli o il verificarsi di altri gravi inadempimenti contrattuali da parte della *SPV*, ovvero il suo fallimento o il suo assoggettamento ad altre procedure concorsuali.

Al *RON*, inoltre, sono assegnati dei poteri nel caso di inadempimento contrattuale da parte degli altri soggetti che partecipano all'operazione ovvero nel caso di perdita dei requisiti di idoneità da parte di questi ultimi, previsti dalla documentazione contrattuale.

Nonostante l'assegnazione di tali poteri al *RON*, l'art. 2, comma 6-*bis*, l. n. 130/99, assegna al *servicer* il compito di verificare che l'operazione di *securitisation* si svolga nel rispetto della legge e del prospetto informativo.

Per contro, nella documentazione contrattuale spesso si esplicita che il *RON* possa ritenere che non si sia verificato un *trigger event* o alcuno degli inadempimenti contrattuali sopra citati, fintantoché non ne ha ottenuto esplicita notizia²³⁷.

²³⁷ Si riporta di seguito un esempio di tale clausola: «*The representative of the noteholders shall not be under any obligation to take any steps to ascertain whether a trigger event or any other event, condition or act, the occurrence of which would cause a right or remedy to become exercisable by the representative of the noteholders hereunder or under other transaction document, has occurred and until the representative of the noteholders has actual knowledge or express notice to the contrary, it shall be entitled to assume that no trigger event or such other event, condition or act has occurred.*

The representative of the noteholders shall not be under any obligation to monitor or supervise the observance and performance by the issuer or any other parties of their obligations contained in these rules, the transaction documents or the conditions and, until it shall have actual knowledge or express notice to the contrary, the representative of the noteholders shall be entitled to assume that the issuer and each other party to the transaction documents are duly observing and performing all their respective obligations».

Pertanto, considerando, da un lato, le disposizioni dell'art. 2, comma 6–bis, l. n. 130/99, dall'altro, le tipiche disposizioni contrattuali, sembra esservi una dissociazione tra attività di verifica, assegnata al *servicer*, ed esercizio degli strumenti di tutela dell'interesse comune dei *noteholders*, in capo al *RON*.

Sempre al fine della tutela degli interessi dei portatori dei titoli, nella documentazione contrattuale vengono normalmente previsti dei c.d. *covenants*, cioè attività che la società – veicolo non può svolgere senza il preventivo consenso del *RON*.

Al fine di decidere se rilasciare o meno tale consenso, il *RON* dovrà valutare se si tratta di attività pregiudizievoli, o meno, per gli investitori.

Ad titolo esemplificativo, la *SPV* non può, senza il preventivo consenso del *RON*:

- impegnare, vendere, concedere a prestito o diversamente disporre del patrimonio separato connesso all'operazione di cartolarizzazione;
- porre in essere attività non connesse all'operazione di cartolarizzazione («*which is not incidental to or necessary in connection with the securitisation*»);
- detenere partecipazioni in società controllate *ex art. 2359 c.c.*;
- porre in essere qualsiasi attività che possa pregiudicare gli interessi dei *noteholders*;
- pagare dividendi o effettuare pagamenti non previsti espressamente dalla documentazione contrattuale;
- ottenere finanziamenti ed assumere impegni ulteriori rispetto a quelli derivanti dalla documentazione contrattuale ovvero rilasciare qualsivoglia garanzia a beneficio di terzi;
- concludere operazioni di fusione con altri soggetti ovvero trasferire i propri beni a terzi;
- permettere qualsiasi modifica o deroga ai documenti dell'operazione di cui è parte o rinunciare ad alcuno dei diritti di cui è titolare (c.d. *waiver*), che possano causare pregiudizio agli interessi dei *noteholders*;
- aprire o avere interessi in alcun conto corrente diverso da quelli previsti dalla documentazione relativa all'operazione;

- modificare il proprio atto costitutivo e il proprio statuto, salvo nei casi in cui ciò sia richiesto dalla legge o dall'autorità di vigilanza competente;
- concludere ulteriori operazioni di cartolarizzazione.

L'attività del *RON* si intensifica al verificarsi di un *trigger event*. Normalmente, in tale ipotesi, la documentazione contrattuale prevede che esso possa (esercita, quindi, un potere discrezionale) oppure debba (se richiesto da un numero qualificato di *noteholders*) emettere una c.d. *trigger notice*, cioè una comunicazione alla *SPV* e a mercato, la cui conseguenza immediata è l'applicazione della c.d. *post enforcement order priority of payment*, vale a dire una diversa cascata dei pagamenti che tuteli maggiormente i portatori dei titoli delle classi più *senior*.

Per quanto riguarda il rappresentante dei portatori dei titoli, esso sarà investito del potere di riscuotere, in nome e per conto dei *noteholders* e degli *other issuer creditors*, le somme da questi esigibili dalla società – veicolo in virtù dei titoli e degli altri contratti da questi sottoscritti, nonché di esercitare tutti i diritti della *SPV* ai sensi dei documenti contrattuali (escluse le attività di gestione e incasso dei pagamenti che rimangono in capo al *servicer*), incluso il diritto di dare istruzioni agli agenti coinvolti nell'operazione; per contro, la *SPV* viene interdetta dall'esercizio di tali diritti. Il *RON* ha, in questi casi, una certa discrezionalità, tuttavia egli non è responsabile del risultato o del fallimento delle azioni da lui messe in atto²³⁸.

²³⁸ Si riporta un esempio di una tipica clausola contrattuale: «*The parties hereby irrevocably consent and agree that, upon the notes becoming due and payable following the delivery of a trigger notice, the representative of the noteholders will be authorized to exercise, in the name and on behalf of the issuer and also in the interest of the noteholders and the other issuer creditors in accordance with the mandate granted from the issuer, all and any of the rights and faculties over or arising in connection with the issuer's rights, including the right to give directions and instructions to the agents, without prejudice to the powers, rights and discretions of the RON under the transaction documents. Save for what provided by any law from time to time in force, the RON shall not incur in any liability as a result of taking any action or failing to take any action in accordance with this clause. In addition, the noteholders and each of the other issuer creditors agree that, following the delivery of a trigger notice, the RON will have the authority to collect, in the name and on behalf of the noteholders and other*

A titolo esemplificativo, il *RON* può, entro i limiti fissati nella contrattualistica, risolvere i documenti dell'operazione, sostituire una delle controparti, vendere tutto o parte del portafoglio, promuovere azioni contro i soggetti coinvolti che non hanno adempiuto alle obbligazioni contrattuali.

In particolare, poiché la vendita, in tutto o in parte, del portafoglio incide direttamente sulla garanzia fondamentale dei titoli, vengono talvolta posti dei vincoli a tale facoltà del *RON*, che variano da operazione a operazione. Può essere previsto, ad esempio, che la vendita sia consentita solo se il prezzo di realizzo permette di rimborsare determinate classi più *senior* oppure possono essere inserite delle clausole che subordinano la cessione all'approvazione da parte dell'assemblea dei portatori dei titoli o di determinate classi di questi, specificandone i relativi *quorum*.

Per quanto riguarda i c.d. *coventants*, risulta doveroso una precisazione circa le linee guida tipicamente stabilite dalla documentazione contrattuale, entro le quali il *RON* deve operare, per rilasciare o meno il consenso alle modifiche contrattuali, alle deroghe o ai c.d. *waiver*.

Nella pratica, in genere, si usa distinguere le modifiche contrattuali in due gruppi: il c.d. "*manifest error limb*" e il c.d. "*no material prejudice limb*".

Nel primo caso, in base alle tipiche disposizioni contenute nelle *terms and conditions*, il *RON* può autorizzare modifiche contrattuali senza il consenso dei portatori dei titoli, qualora la variazione in discussione abbia natura formale o tecnica, sia necessaria al fine di correggere un errore riconoscibile ovvero se, secondo l'opinione del rappresentante dei *noteholders*, è necessario o desiderabile attuare la modifica in questione al fine di chiarire delle previsioni contrattuali.

Da un lato, queste clausole permettono l'adozione di rimedi efficienti in modo pragmatico, dall'altro, tali modifiche possono incidere anche sulle condizioni economiche "di base" dei titoli. Si pensi, ad esempio, alla variazione

issuer creditors, all amount payable by the issuer in respect of the notes and the transaction documents. Any such amounts shall be applied by the RON in accordance with the post – enforcement order of priority».

del tasso di rendimento dei titoli, a causa di un errore nella stesura del testo del contratto.

Si ricorda che, ai sensi dell'art. 1428 c.c. «*L'errore è causa di annullamento del contratto quando è essenziale ed è riconoscibile dall'altro contraente*».

Un errore si considera essenziale quando:

- cade sulla natura o sull'oggetto del contratto;
- cade sull'identità dell'oggetto della prestazione ovvero sopra una qualità dello stesso che secondo il comune apprezzamento o in relazione alle circostanze, deve ritenersi determinante del consenso;
- cade sull'identità o sulle qualità della persona dell'altro contraente, sempre che l'una o le altre siano state determinanti nel consenso;
- è stato la ragione unica o principale del contratto, trattandosi di errore di diritto²³⁹.

Ex art. 1431 c.c., «L'errore si considera riconoscibile quando, in relazione al contenuto, alle circostanze del contratto ovvero alla qualità dei contraenti, una persona di normale diligenza avrebbe potuto rilevarlo».

Ciò che l'errante deve provare è, dunque, l'astratta riconoscibilità dell'errore da parte dell'altro contraente, non già il fatto che questi lo avesse effettivamente conosciuto.

Secondo Galgano, tale norma non può essere letta come se dicesse che l'errante può ottenere l'annullamento del contratto solo se, in sede di formazione del contratto, aveva reso conoscibile all'altra parte il proprio intento contrattuale. L'art. 1431 c.c. fa riferimento allo stato soggettivo dell'altro contraente, non al comportamento contrattuale dell'errante; in esso si equipara la riconoscibilità alla conoscenza dell'altrui errore. È evidente che, in caso di errore comune, la riconoscibilità dello stesso è irrilevante, dato che l'errore è bilaterale²⁴⁰.

Il Legislatore ha ritenuto che, in caso di errore, il rimedio dell'annullabilità fosse eccessivo ed ha, quindi, introdotto, all'art. 1432 c.c., la possibilità di

²³⁹ Art. 1429 c.c.

²⁴⁰ GALGANO, *Commento sub. art. 1431 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Commentario del codice civile, Libro quarto. Delle obbligazioni*, Bologna, 1998, pag. 299 ss.

rettificare il contratto errato. In particolare si dispone che «*La parte in errore non può domandare l'annullamento del contratto se, prima che ad essa possa derivarne pregiudizio, l'altra offre di eseguirlo in modo conforme al contenuto e alle modalità del contratto che quella intendeva concludere*».

Da tale norma si evince che la rettifica è un atto unilaterale recettizio, spettante esclusivamente alla parte caduta in errore, non invece a quella errante. Se l'errore è comune, la legittimazione a proporre la rettifica spetta indifferentemente all'una come all'altra delle parti.

Essa costituisce un diritto potestativo, di conseguenza non deve essere accettata dall'errante; inoltre, ha carattere accessorio, visto che presuppone l'esistenza di un precedente contratto annullabile. Il limite alla modifica della prestazione dell'errante comporta che il regolamento contrattuale resti quello originariamente pensato, altrimenti non si tratterebbe più di rettifica, bensì di proposta contrattuale, la quale, una volta accettata, comporterebbe l'insorgenza di un nuovo contratto in sostituzione o in modifica di quello errato precedentemente concluso. Il nuovo contratto potrebbe, così, avere la causa della transazione.

Si osserva, infine, che il rimedio della rettifica è dato prima che alla parte caduta in errore possa derivarne pregiudizio. Il pregiudizio cui si fa riferimento nella norma ivi citata deve intendersi nel senso di lesione dell'interesse e non nel significato di pregiudizio in senso economico. La parte caduta in errore deve, cioè, ancora avere convenienza al contratto. Il fine del rimedio in questione è quello di raggiungere la corretta realizzazione di un equilibrato ed equo interesse delle parti. Se, a causa del tempo intercorso ovvero per le ulteriori soluzioni trovate dall'errante successivamente alla conclusione del contratto, la rettifica gli arrecasse un pregiudizio, essa non potrebbe essere esercitata²⁴¹.

Come anticipato, le *terms and conditions*, in genere, prevedono un'altra categoria di modifiche contrattuali che richiedono la preventiva autorizzazione del rappresentante dei portatori dei titoli, vale a dire quelle riconducibili nel c.d.

²⁴¹ FRANZONI, *Commento sub. art. 1432 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *ult. op. cit.*, pag. 301 ss.

“*no material prejudice limb*”. Solitamente sono inserite clausole in base alle quali il *RON* può, senza il consenso dei portatori dei titoli, concorrere, con la *SPV* e ogni altra controparte rilevante, alla modifica della documentazione contrattuale, se tali modifiche, nell’opinione del *RON*, possono essere non materialmente pregiudizievoli per gli interessi dei *noteholders*.

Risulta evidente che tali clausole conferiscono al *RON* una notevole responsabilità decisionale, poiché esso deve valutare, di volta in volta, se i diritti dei soggetti che rappresenta vengono lesi. Difficile sarà, dunque, stabilire dei criteri su cui il *RON* possa basare le proprie decisioni. Spesso uno strumento che esso utilizza per orientare la propria scelta in merito a tali problematiche è la richiesta di una *Rating Agency Confirmation* o, più brevemente, *RAC*. In pratica viene chiesto ad una o più agenzie di *rating* se la modifica contrattuale, o altra attività da autorizzare, in questione può avere un impatto sul *rating* dei titoli, quindi sul loro merito creditizio.

Il rilascio di una *RAC* viene considerato dal *RON* come un indizio del fatto che la proposta modifica non sia pregiudizievole per gli interessi dei portatori dei titoli.

A prova di ciò, non è raro trovare clausole come la seguente: «*Il rappresentante dei portatori dei titoli, nel determinare se l’esercizio di qualsiasi potere, autorità, obbligo o discrezione connessi ai titoli, alle condizioni o ad uno dei documenti contrattuali, sia pregiudizievole per l’interesse dei portatori dei titoli, può chiedere conferma ad ogni agenzia di rating che il rating assegnato ai titoli non venga abbassato o revocato*²⁴²»

Dire che il rilascio di una *RAC* equivale ad affermare che non vi è pregiudizio per i portatori dei titoli non è sempre vero ed ha causato aspettative

²⁴² «*The representative of the noteholders may, in determining whether the exercise of any power, authority, duty or discretion under or in relation hereto or to the notes, the conditions or any transaction document, is materially prejudicial to the interests of the noteholders, have regard to confirmations from each of the rating agencies that the then current rating of the notes would not be downgraded, withdrawn or qualified and to any other confirmation which it considers, in its sole and absolute discretion, as necessary and/or appropriate*».

errate da parte dei soggetti coinvolti in operazioni di cartolarizzazione. Ad esempio, gli *originators*, spesso erano portati a credere che l'ottenimento di una *RAC* comportasse l'automatico consenso da parte del *RON*²⁴³.

Una *rating agency confirmation*, in realtà, consiste in una dichiarazione di conferma di *rating* da parte delle agenzie di *rating*, interrogate in merito all'impatto potenziale che una modifica contrattuale, o un qualsiasi altro evento, potrebbe avere sul *rating* dei titoli. Come già osservato, vi sono ulteriori rischi, diversi da quello di credito, che interessano i portatori dei titoli. Una *RAC*, ad esempio, non prende in considerazione, né le conseguenze fiscali, né la legittimità della modifica contrattuale, o dell'evento, in esame.

Si deve, inoltre, osservare che le *rating agencies* hanno diverse *policies* in merito al rilascio delle *RACs* e che ottenerle potrebbe non essere una condizione né necessaria né sufficiente, affinché il *RON* possa esercitare la propria discrezionalità. Essa è un utile strumento per il rappresentante dei *noteholders*, ma potrebbe non essere esaustiva.

Nella documentazione contrattuale si sono, perciò, inseriti dei rimedi alternativi. A titolo esemplificativo, si può prevedere che un soggetto particolarmente coinvolto nell'operazione di *securitisation* fornisca un parere al *RON* sui possibili effetti che la modifica contrattuale proposta, ovvero l'evento in questione, possa avere sui diritti dei *noteholders*. Un altro strumento consiste nella richiesta di una *legal e/o fiscal opinion* a professionisti terzi rispetto all'operazione.

Ulteriore previsione può essere quella di stabilire che, se in seguito alla richiesta di una *RAC*, l'agenzia di *rating* non risponde entro un certo periodo di tempo ovvero non fornisce comunque un *feedback* negativo, si possa ritenere che la *RAC* sia stata rilasciata (una sorta di silenzio assenso).

²⁴³ CLIFFORD CHANCE, *New beginnings. Practical consideration for legal documentation and market practice for post – credit crisis structured debt transactions*, Londra, 2009, pag. 3.

Tali soluzioni, comunque, non sono ottimali, in quanto, l'agenzia può abbassare il *rating* dei titoli in ogni momento, quindi, anche dopo la modifica contrattuale.

4.2. Portatori dei titoli e *RON*: un dialogo non sempre immediato

Al di fuori del c.d. “*manifest error limb*” e del c.d. “*no material prejudice limb*”, le modifiche contrattuali proposte devono essere rimesse all'assemblea dei portatori dei titoli, con lo scopo di ottenere istruzioni in merito da quest'ultimi.

Tale soluzione, tuttavia, molte volte non è la più efficiente in quanto i tempi di convocazione non sono sempre brevi ed è necessaria la presenza fisica dei portatori dei titoli ovvero dei loro procuratori. Inoltre, tipicamente per i titoli al portatore, può essere impossibile per il *RON* conoscere l'identità dei *noteholders*.

Per questi motivi, spesso è molto difficile raggiungere i *quorum* costitutivi e deliberativi dell'assemblea.

Le difficoltà sopra descritte rendono complicato anche l'invio di comunicazioni individuali ai *noteholders* (c.d. *notice*), perciò, per prassi, si opta per la pubblicazione di avvisi tramite Monte Titoli o altri sistemi di compensazione ovvero per mezzo di altre forme analoghe di pubblicità, per garantire che le informazioni siano potenzialmente in grado di raggiungere tutti gli investitori e nello stesso momento.

A fronte di tali problematiche nella gestione dei rapporti tra *RON* e *noteholders*, sono state avanzate delle proposte per renderne più efficiente il dialogo, quali, ad esempio, nominare un *creditor representatives*, cioè un investitore, o un gruppo di investitori portavoce, che agiscano in nome e per conto di tutti i portatori dei titoli oppure nominare un *commercial expert*, vale a dire un terzo soggetto che raccolga l'opinione di tutti i *noteholders* e che si relazioni direttamente col *RON*²⁴⁴.

²⁴⁴ CLIFFORD CHANCE, *op. cit.*, pag. 11.

Un'altra problematica connessa alle funzioni del rappresentante dei portatori dei titoli riguarda la gestione di situazioni di conflitto di interessi tra soggetti da esso rappresentati.

Come precedentemente detto, nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, in genere, vengono emesse più classi di *asset – backed securities*, ognuna delle quali con un diverso grado di subordinazione nella cascata dei pagamenti. Gli investitori, perciò, godono di diritti diversi a seconda della *tranche* a cui appartengono i titoli da essi acquistati.

Poiché il *RON* ha il compito di tutelare gli interessi dei *noteholders* a prescindere dalla loro classe, esso può trovarsi a dover affrontare anche un problema di conflitto di interessi tra classi. Ad esempio, in caso di *trigger event*, i portatori della classe *senior* potrebbero avere interesse ad ottenere la cessione del portafoglio oggetto della cartolarizzazione, perché è molto probabile che essi ottengano il recupero immediato ed integrale del proprio investimento, essendo in una posizione privilegiata nella cascata dei pagamenti; viceversa, i *junior noteholders* potrebbero non essere d'accordo, se le condizioni di mercato sono penalizzanti, in quanto è improbabile che essi riescano a vedere soddisfatte le proprie aspettative (si ricorda, infatti, che essi si accollano il rischio di prima perdita).

Dal punto di vista organizzativo, le *rules of the organisation of the noteholders* prevedono che ad ogni categoria di portatori dei titoli corrisponda una relativa assemblea, ciascuna costituente, dal punto di vista corporativo, un organo separato all'interno dell'organizzazione.

A seconda dell'argomento in questione, può essere convocata l'assemblea totalitaria ovvero assemblee separate per ogni classe di titoli.

Tipicamente, le *rules of the organisation of the noteholders* prevedono che, qualora l'argomento da sottoporre all'attenzione dei portatori dei titoli comporti, nell'opinione del *RON*, un potenziale conflitto di interessi tra categorie di *noteholders*, egli dovrà convocare assemblee separate²⁴⁵.

²⁴⁵ Tipicamente si prevede che:

Il principio generale di interazione tra i vari organi assembleari prevede che, se l'ordine del giorno è di interesse comune, le delibere adottate dall'assemblea degli investitori antergati sono da ritenersi vincolanti, tanto nei confronti della categoria di riferimento, quanto in quelle subordinate. Per contro, nell'ipotesi in cui la questione sottoposta all'attenzione dei *junior noteholders* non sia in contrasto con gli interessi dei portatori dei titoli più *senior*, l'assemblea dei primi sarebbe in grado di decidere autonomamente²⁴⁶.

In base a tale impostazione, la singola classe di portatori dei titoli non dovrebbe considerarsi centro autonomo di rapporti giuridici, bensì un organo inserito in un assetto gerarchico predefinito²⁴⁷.

Alla luce della pratica sopra descritta, ci si pone il problema di rilevare fino a che punto le classi di investitori subordinate dovrebbe sacrificare i propri interessi a vantaggio di quella più *senior*.

-
- *«Business which, in sole opinion of the representative of the noteholders, affects only one class of notes shall be transacted at a separate meeting of the noteholders of such class».*
 - *«Business which, in sole opinion of the representative of the noteholders, affects more than one class of notes but does not give rise to an actual or potential conflict of interest between the noteholders of one class of notes and the noteholders of any other class of notes shall be transacted either at separate meetings of noteholders of each such class of notes or at a single meeting of the noteholders of all such class of notes as the representative of the noteholder shall determine in its absolute discretion».*
 - *«Business which, in sole opinion of the representative of the noteholders, affects the noteholders of more than one class of notes and gives rise to an actual or potential conflict of interest between the noteholders of one class of notes and the noteholders of any other class of notes shall be transacted at a separate meetings of the noteholders of each such class».*

²⁴⁶ Si riporta un esempio di clausola disciplinante tale fattispecie: *«Where the representative of the noteholders is required to consider the interests of the noteholders and, in its sole opinion, there is a conflict of interests of the holders of different classes of notes, the representative of the noteholders will consider only the interests of the holders of the most senior class of notes».*

²⁴⁷ SEPE, *op. cit.*, pag. 586.

Tale problematica è stata analizzata anche da Sepe, il quale, partendo dal presupposto che la subordinazione è un fenomeno «*essenzialmente finanziario*», afferma che le delibere della classe sovraordinata debbano avere efficacia vincolante nei confronti di quelle subordinate, nella misura in cui non comportino un'alterazione radicale della posizione finanziaria dei *noteholders* delle classi più *junior*, così come era stata concordata contrattualmente. Secondo Sepe, ad esempio, si dovrebbe ritenere vincolante la delibera dell'assemblea dei *senior noteholders* con la quale si promuove l'ammortamento accelerato dell'operazione a seguito di un *trigger event*, mentre altrettanto non potrebbe valere se i portatori dei titoli privilegiati decidessero la sospensione del pagamento degli interessi relativi ai titoli subordinati. Nel primo caso, la soggezione della categoria postergata rifletterebbe le condizioni di subordinazione come originariamente concordate ed accettate dalle parti, nel secondo, invece, la categoria più *senior* sopprimerebbe un diritto della classe *junior* modificando radicalmente l'assetto dei rapporti originariamente stabilito.

In merito, si osserva che la posizione di una classe di *noteholders*, di fronte alle deliberazioni dell'assemblea della classe antergata che incide sui suoi diritti, è quella del terzo interessato la cui posizione giuridica è incompatibile con gli effetti della decisione deliberata dalla classe antergata. I *senior noteholders* non sono legittimati a mettere in gioco la posizione giuridica delle classi più *junior*. Se tra le classi, quindi, sussiste un conflitto di interessi non sanabile in altro modo che con la rinuncia da parte della classe subordinata, ne discende che il rendere operativa la deliberazione nei suoi confronti significherebbe recarle un illegittimo pregiudizio. Tale pregiudizio, dunque è ricusabile e, pertanto, inammissibile senza un'adesione o una rinuncia da parte della categoria interessata. Si precisa, inoltre, che il pregiudizio deve riguardare un diritto, non un semplice interesse, inoltre, esso deve essere attuale, non meramente eventuale²⁴⁸.

²⁴⁸ MIGNOLI, *op. cit.*, pag. 208.

Un'ulteriore questione riguarda il sacrificio derivante al singolo investitore a seguito della delibera adottata da parte della categoria di appartenenza o di altra sovraordinata.

In merito si può far riferimento, per analogia, al contenuto dell'art. 2373 c.c., il quale, al primo comma, dispone che «*La deliberazione approvata con il voto determinante di soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'articolo 2377 qualora possa recarle danno*». Tale norma, dunque, prevede uno strumento di difesa contro chi persegue interessi contrari a quelli di un gruppo di individui con interessi autonomi²⁴⁹.

Al fine dell'individuazione dei diritti del singolo *noteholder* da considerarsi inderogabili, Sepe riprende il concetto di natura finanziaria della subordinazione, ritenendo che «*il nucleo centrale dei diritti del singolo investitore sia strettamente legato all'ordine di priorità determinante del grado di appartenenza*».

A titolo esemplificativo, si pensi ad un'operazione di cartolarizzazione in cui sono state emesse tre classi di titoli: *senior*, *mezzanine* e *junior*. Si ipotizzi che ognuna delle rispettive assemblee deliberi che il pagamento degli interessi spettanti ai *mezzanine noteholders* debba avvenire *pro rata* e *pari passu* a quello dei *junior noteholders*. Tali delibere oltre a modificare le condizioni generali dell'operazione, comportano l'alterazione finanziaria della classe *mezzanine*, pregiudicando il diritto individuale del singolo investitore al mantenimento del proprio rango.

Il *noteholder*, che abbia subito tale genere di pregiudizio in seguito ad una delibera assembleare, può farne dichiarare l'annullabilità²⁵⁰.

Come accennato all'inizio del capitolo, il *RON* non rappresenta solo i *noteholders*, ma anche gli *other issuer creditors*, anch'essi concorrenti nella cascata dei pagamenti con i portatori dei titoli. Ciò comporta che il *RON* possa

²⁴⁹ SEPE, *op. cit.*, pag. 587.

²⁵⁰ SEPE. *op. loc. cit.*

trovarsi a dover affrontare anche situazioni di conflitto di interessi tra *noteholders* e *other issuer creditors*.

La documentazione contrattuale, in genere, prevede che, in tale evenienza, il *RON* debba privilegiare i *noteholders*²⁵¹ ovvero i soggetti che nella cascata dei pagamenti si trovano in una posizione più privilegiata²⁵². In merito si osserva che, mentre nel caso di conflitto tra classi di portatori di titoli si può far riferimento ai principi disciplinanti l'organizzazione dei *noteholders*, qualora si prospettino situazioni di conflitto di interessi tra *noteholders* e *other issuer creditors*, la questione si pone su un piano diverso. Le clausole che risolvono tale situazione privilegiando gli investitori, sembrano tutelare l'aspetto corporativo di questi ultimi. Essi, acquistando il titolo, acquisiscono, non solo diritti economici, ma anche corporativi. Tra questi si può far rientrare anche il diritto ad essere rappresentati e tutelati dal *RON*.

Le altre clausole che, diversamente, favoriscono gli altri creditori della *SPV*, rispettano la gerarchia "finanziaria" pattuita contrattualmente e, ovviamente, accettata anche dai *noteholders*. In questo caso, il *RON*, non cessa né sospende le sue funzioni di rappresentante dei portatori dei titoli, tuttavia, trovandosi di fronte alla scelta di quali soggetti privilegiare, legittimamente applica come criterio quello previsto negozialmente, e cioè quello di dare precedenza agli interessi dei soggetti antergrati nella cascata dei pagamenti a prescindere dalla loro identità o gruppo di appartenenza.

²⁵¹ Si riporta di seguito un esempio di tale clausola: «*The representative of the noteholders shall have regard to the interest of both the noteholders and the other issuer creditors but if, in the sole opinion of the representative of the noteholders, there is a conflict between their interests the representative of the noteholders will have regard solely to the interest of the noteholders*».

²⁵² Si riporta di seguito un esempio di tale clausola: «*The representative of the noteholders shall have regard to the interest of both the noteholders and the other issuer creditors but if, in the sole opinion of the representative of the noteholders, there is a conflict between their interests the representative of the noteholders will have regard to the interest of the issuer creditor to whom any amounts are owned appearing highest in the post – enforcement priority of payments*»

4.2.1. Il conflitto di interessi tra *noteholders* e *other issuer creditors*: le clausole c.d. di “*veto right*”

All'interno della documentazione contrattuale, si riscontra, recentemente, l'inserimento di clausole c.d. di “*veto right*”, le quali assegnano ad uno degli *other issuer creditors* un diritto di veto, in base al quale il *RON* non può compiere determinate azioni senza aver preventivamente acquisito l'approvazione di tale soggetto.

Il contenuto di queste clausole è molto eterogeneo per quanto riguarda sia l'azione vincolata dal veto sia il soggetto che può esercitare tale diritto.

A titolo esemplificativo si riportano di seguito alcune clausole di *veto right*:

- «*L'emittente, salvo preventivo consenso scritto del rappresentante dei portatori dei titoli e con la preventiva approvazione scritta della controparte [X], può ottemperare a quanto stabilito nella condizione n. [covenant]*²⁵³»;

- «*L'emittente e il master servicer si impegnano a non modificare il resoconto trimestrale del servicer in qualsiasi modo possa interessare informazioni riguardo alla controparte [X] senza il preventivo consenso scritto della controparte [X]*²⁵⁴»;

- «*Ogni modifica, dimissione o rinuncia ad un diritto ai sensi di qualsiasi documento contrattuale che può interessare l'ammontare, i tempi o la priorità di ogni pagamento dovuto da ciascuna parte ai sensi del contratto [X], deve essere notificata e sottoposta al preventivo consenso scritto da parte della controparte [X]*²⁵⁵»;

²⁵³ «*The issuer, save the prior written consent of the representative of the noteholders and only also with the prior written approval of the [X] counterparty, shall comply with condition n. [covenant]*».

²⁵⁴ «*The issuer and master servicer undertakes not to amend the quarterly servicing report in any manner which may affect information to be provided to the [X] counterparty thereunder without the prior written consent of the [X] counterparty*».

²⁵⁵ «*Any amendment, termination discharge or waiver to any transaction document that may affect the amount, timing or priority of any payments due from either party under the [X]*

- «L'emittente accetta di dover ottenere il preventivo consenso scritto da parte della controparte [X] per qualsiasi modifica della documentazione contrattuale o del prospetto che possano interessare l'ammontare, i tempi e la priorità di ogni pagamento dovuto dall'emittente alla controparte [X] o dalla controparte [X] all'emittente²⁵⁶».

Come si può notare dagli esempi sopra riportati, tali clausole non circoscrivono il livello di discrezionalità della controparte avente il diritto di veto. Proprio tale caratteristica ne fa dubitare la legittimità.

Ci si è chiesti, quindi, se il diritto di veto sia una condizione meramente potestativa, ed in quanto tale, nulla ai sensi dell'art. 1355 c.c., il quale dispone che «E' nulla l'alienazione di un diritto o l'assunzione di un obbligo subordinata a una condizione sospensiva che la faccia dipendere dalla mera volontà dell'alienante o, rispettivamente, da quella del debitore».

Alla luce della suddetta norma, è necessario distinguere la condizione potestativa semplice dalla condizione meramente potestativa.

A riguardo, Lenzi afferma che nel primo caso il fatto condizionante è rimesso al mero arbitrio dell'obbligato, ma il suo verificarsi è per lo stesso contraente tutt'altro che indifferente ed, anzi, dipende da motivi oggettivi, seri ed apprezzabili. Il giudizio della parte a cui è rimessa la sorte del contratto è determinato da criteri oggettivi e verificabili, anche sulla base della correttezza, buona fede, equità, ragionevolezza e proporzionalità. È irrilevante che gli interessi sottesi alla condizione rilevino, o meno, su un piano patrimoniale. Nell'ipotesi di condizione meramente potestativa, per contro, si assiste ad una

agreement, shall be notified to and will be subject to the prior written approval of the [X] counterparty».

²⁵⁶ «The issuer further agrees that it shall obtain [X] counterparty's written approval prior to any amendment of any transaction document or the prospectus which may affect the amount, timing or the priority of any payments or deliveries due from the issuer to the [X] counterparty or from the [X] counterparty to the issuer».

mera enunciazione di un intento futuro ed eventuale, con esclusione di una volontà negoziale attuale²⁵⁷.

Le clausole di *veto right* sembrano rientrare tra le condizioni potestative semplici, in quanto, pur mancando riferimento nel contratto al perimetro della potestatività della controparte titolare del diritto di veto, non vi sarebbe motivo per escludere che le valutazioni effettuate da quest'ultima prescindano da interessi oggettivi di convenienza. Tali previsioni contrattuali non sembrano, quindi, rientrare nell'ipotesi vietata dal codice civile e tuttavia la possibilità di identificare tali criteri oggettivi di convenienza è tanto più facile quanto più è chiaro nell'ambito di quale ruolo la controparte può esercitare il diritto di veto e quali sono le linee guida che deve seguire nel suo processo decisionale.

Alla luce della legittimità delle clausole di *veto right*, ci si è chiesti se esse possano essere considerate vessatorie per gli investitori e per gli *other issuer creditors*, in quanto esse sospendono, in certe circostanze, l'azione del proprio rappresentante, fintantoché questi non abbia ottenuto il consenso dal soggetto titolare del diritto di veto.

Ai sensi dell'art. 1341 c.c, recante «*Condizioni generali di contratto*» si dispone al secondo comma che, tali clausole vessatorie, «*In ogni caso non hanno effetto, se non sono specificatamente approvate per iscritto, le condizioni che stabiliscono, a favore di colui che le ha predisposte [...] facoltà [...] di sospenderne l'esecuzione*».

Se si accettasse la qualificazione di tali clausole come vessatorie, ulteriore condizione per la loro efficacia sarebbe l'espressa accettazione da parte degli *other issuer creditors*, nonché dei *noteholders*. Per quanto concerne questi ultimi, il mezzo più idoneo sembra essere un loro inserimento nel regolamento dei titoli.

Ci si è chiesti, inoltre, come di debba comportare il *RON*, qualora abbia ricevuto una delibera dei portatori dei titoli e il titolare del *veto right* si sia espresso in modo contrario a tale delibera.

²⁵⁷ LENZI, *Commento sub. art. 1355*, in NAVARRETTA – ORESTANO, *Commentario del codice civile, Dei contratti in generale*, Milano, 2011, pag. 297.

Ai sensi dell'art. 1357 c.c. recante «*Atti di disposizione in pendenza della condizione*», si dispone che «*Chi ha un diritto subordinato a condizione sospensiva o risolutiva può disporre in pendenza di questa; ma gli effetti di ogni atto di disposizione sono subordinati alla stessa condizione*».

Si ritiene, dunque, che sebbene il *RON* abbia ricevuto un ordine dall'assemblea dei *noteholders* contraria al volere del titolare del diritto di veto, debba prevalere quest'ultimo, poiché, in base alla previsione contrattuale, il diritto dei portatori dei titoli è vincolato dal veto. Il *RON*, in quanto loro rappresentante, dovrà tutelarne i diritti derivanti dalla documentazione contrattuale e, quindi, nei limiti delle condizioni ivi riportate.

4.3. I profili di responsabilità del rappresentante dei portatori dei titoli

Come detto, il *RON* è il rappresentante legale dei portatori dei titoli e degli *other issuer creditors* e ha il compito di tutelare i diritti di tali soggetti.

Stante il vuoto normativo, il rappresentante dei portatori dei titoli non assume ulteriori obbligazioni o responsabilità rispetto a quelli previsti dalla documentazione contrattuale. Inoltre, poiché la garanzia esclusiva per i *noteholders* è costituita dal patrimonio separato della *SPV* e non da quello del *RON*, sono inserite normalmente apposite clausole in tema di limitazione della responsabilità del rappresentante dei portatori dei titoli²⁵⁸.

Come già accennato, il *RON* non è tenuto ad accertare se si sia verificato un *trigger event*. Fintantoché non ha avuto espressa notizia di ciò, egli è autorizzato a presumere che esso non si sia verificato. Inoltre, non è obbligato ad assicurarsi che la *SPV* o qualsiasi altro agente rispetti i propri impegni contrattuali e, se non ha avuto espressa notizia di tale inadempimento, può assumere che l'operazione si stia svolgendo nel rispetto della documentazione contrattuale.

²⁵⁸ Sostiene che tali clausole di esonero di responsabilità determinano una dissociazione tra potere e responsabilità inammissibile il MORBIDELLI, *op. cit.*, pag. 18.

Si precisa, inoltre, che tra i compiti del *RON* non vi rientra anche il controllo circa la legittimità, validità, efficacia ed autenticità della documentazione contrattuale. Esso non è nemmeno responsabile né del corretto svolgimento dell'emissione dei titoli, né del mantenimento *rating* di questi ultimi, né dell'effettivo pagamento delle somme dovute dalla *SPV*.

Il *RON* può agire sulla base di opinioni, pareri, consulenze rilasciate da sudi legali, agenzie di *rating*, società di revisione o di altri esperti, ma non è responsabile, se procede in conformità delle dichiarazioni di tali consulenti, salvo il caso di dolo o colpa grave.

Il *RON* ha discrezionalità assoluta circa l'esercizio o il mancato esercizio di qualsiasi potere, diritto o facoltà e non è responsabile del loro esercizio o mancato esercizio salvo il caso di dolo o colpa grave²⁵⁹.

In generale in tutta la documentazione contrattuale la responsabilità del *RON* è sempre limitata ai casi di dolo o colpa grave.

Anche se si ammette una equiparazione del *RON* con il rappresentante comune degli obbligazionisti, non si trova nella legge una norma che disciplini il profilo di responsabilità di quest'ultimo e che possa essere applicata per analogia al primo. In merito Ambrosini rileva che in passato si era sostenuto che, al pari degli amministratori, il rappresentante degli obbligazionisti dovesse rispettare i canoni di diligenza professionale *ex art. 1176, comma 2*: «*Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata*». Attualmente, l'assimilazione sotto questo profilo all'organo gestorio conduce a considerare il

²⁵⁹ Si riporta di seguito un esempio di tale clausola: «*The representative of the noteholders save as expressly otherwise provided herein, shall have absolute and unfettered discretion as to the exercise, or non – exercise, of any right, power and discretion vested in the representative of the noteholders by these rules, the notes, any transaction document or by operation of law and the representative of the noteholders shall not be responsible for any loss, costs, damages, expenses or other liabilities that may result from the exercise or non – exercise thereof except insofar as the same are incurred as a result of its gross negligence or wilful misconduct*».

parametro di riferimento di cui all'art. 2392 c.c.²⁶⁰, con conseguente necessità di tener conto, sia della natura dell'incarico, sia delle specifiche competenze del soggetto²⁶¹.

A differenza della diligenza media, la quale configura un criterio fisso e costante, mutevole al più con l'evolversi della cultura dell'uomo medio in base a quello della società in cui vive, la diligenza professionale varia in relazione alla natura dell'attività, la quale a sua volta dipende dal parametro di riferimento, più o meno ampio, che si ritenga di dover accogliere.

Nella norma si precisa, inoltre, che il livello della diligenza richiesta dipenda anche dalle specifiche competenze del soggetto. A titolo esemplificativo, la valutazione della diligenza dovrà essere effettuata con parametri diversi a seconda che si stia valutando un professionista che sia competente in materia finanziaria, piuttosto che legale o fiscale e così via.

Inoltre, si esige che maggiore è la specializzazione del professionista, maggiore deve essere la sua perizia nell'operare. Di conseguenza, la soglia di diligenza esonerativa richiesta si alza nel caso di operazioni particolarmente difficili.

Si ricorda, inoltre, che ai sensi dell'art. 43 c.p.²⁶², la colpa professionale può consistere nell'imperizia (*imperitia culpa aequiparatur*). L'imperizia si ha

²⁶⁰ Art. 2392 c.c.: «Responsabilità verso la società – 1. Gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze. Essi sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza di tali doveri, a meno che si tratti di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o di funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori. 2. In ogni caso gli amministratori, fermo quanto disposto dal comma terzo dell'articolo 2381, sono solidalmente responsabili se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose. 3. La responsabilità per gli atti o le omissioni degli amministratori non si estende a quello tra essi che, essendo immune da colpa, abbia fatto annotare senza ritardo il suo dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio, dandone immediata notizia per iscritto al presidente del collegio sindacale».

²⁶¹ AMBROSINI, *Le obbligazioni*, in COTTINO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, 1, Padova, 2010, pag. 895.

quando un professionista agisce pur sapendo di non essere capace di operare, nonché non applica le cognizioni generali e fondamentali attinenti all'esercizio della sua professione.

Il legislatore si è limitato a tracciare delle linee generali, mentre spetterà alle corti fissare i livelli specifici di diligenza richiesti dalla circostanza di volta in volta esaminata²⁶³.

Si osserva, inoltre, che il *RON* dovrà rispondere per l'illecito, contrattuale o extracontrattuale, e cioè per dolo o colpa, ma non gli si potrà imputare il risultato negativo nell'esercizio delle proprie funzioni, se non nel caso di operazioni assolutamente irrazionali²⁶⁴.

Il fatto che il rappresentante dei portatori dei titoli tragga il proprio potere da un contratto, comporta che esso sia responsabile anche *ex art. 1218 c.c.*²⁶⁵

Il *RON* si libera dimostrando l'impiego della diligenza richiesta dalla legge o secondo un certo *standard* di comportamento, poiché in tal modo fornisce in via

²⁶² Art. 43 c.p.: «Elemento psicologico del reato. Il delitto:

è doloso, o secondo l'intenzione, quando l'evento dannoso o pericoloso, che è il risultato dell'azione od omissione e da cui la legge fa dipendere l'esistenza del delitto, è dall'agente preveduto e voluto come conseguenza della propria azione od omissione;

è preterintenzionale, o oltre la intenzione, quando dall'azione od omissione deriva un evento dannoso o pericoloso più grave di quello voluto dall'agente;

è colposo, o contro l'intenzione, quando l'evento, anche se preveduto, non è voluto dall'agente e si verifica a causa di negligenza o imprudenza o imperizia, ovvero per inosservanza di leggi, regolamenti, ordini o discipline.

La distinzione tra reato doloso e reato colposo, stabilita da questo articolo per i delitti, si applica altresì alle contravvenzioni, ogni qualvolta per queste la legge penale faccia dipendere da tale distinzione un qualsiasi effetto giuridico».

²⁶³ MONATERI, *Gli standard speciali di condotta*, in *Trattato di dir. civ., Le fonti delle obbligazioni* 3, Torino, 2008, pag. 745 ss.

²⁶⁴ MONTALENTI, *Gli amministratori*, in COTTINO, *Trattato di dir. comm.*, vol. IV, Padova, 2010, pag. 613 ss.

²⁶⁵ Art. 1218 c.c.: «Responsabilità del debitore – Il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile».

diretta e contraria la prova del suo adempimento, così da dimostrare che il risultato non è imputabile alla sua condotta. Nell'ipotesi in cui questa attività probatoria resti infruttuosa, esso si libererà solo dimostrando il fatto specifico che ha causato l'impossibilità della prestazione e la sua non imputabilità, ai sensi dell'art. 1218 c.c.²⁶⁶.

²⁶⁶ FRANZONI, *Commento sub. art. 2392 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Commentario del codice civile, Libro quinto. Del lavoro*, Bologna, 2008, pag. 424 ss.

Capitolo 5

La transparency directive

5.1. Gli obiettivi della *transparency directive*

Tra gli elementi normativi a tutela dei portatori dei titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione rientra la direttiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio «*sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato*» (c.d. *transparency directive*), emanata il 15 dicembre 2004²⁶⁷.

Tali norme sono state introdotte con l'obiettivo di rendere i mercati mobiliari più efficienti, trasparenti, dinamici ed integrati, al fine di poter creare un mercato unico dei prodotti e dei servizi finanziari²⁶⁸. La stessa direttiva 2004/109/CE precisa, al considerando (36), che la Commissione deve rispettare i seguenti principi:

- assicurare la fiducia degli investitori nei mercati finanziari promuovendo elevati livelli di trasparenza su tali mercati;
- proporre agli investitori un'ampia gamma di investimenti competitivi e un livello di pubblicità delle informazioni e di tutela adeguato alle loro condizioni specifiche;

²⁶⁷ Recepita in Italia con il d.lgs. 6 novembre 2007, n. 195 recante «*Attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, e che modifica la direttiva 2001/34/CE*».

²⁶⁸ Il processo di armonizzazione avviato dall'Unione Europea ha ricevuto uno slancio con la presente direttiva, la quale ha l'obiettivo di garantire un allineamento delle normative di settore dei singoli Stati Membri (Considerando (5), direttiva 2004/109/CE). In questo modo il legislatore comunitario ha voluto evitare che gli Stati membri diversi da quello d'origine sottoponessero gli operatori di mercato ad obblighi informativi più severi rispetto a quelli imposti nello Stato membro d'origine.

- garantire che le autorità di regolamentazione indipendenti assicurino l'applicazione coerente delle norme, soprattutto per quanto concerne la lotta contro la criminalità economica (es. attività di riciclaggio proveniente da attività economiche criminose, come può essere la vendita di sostanze stupefacenti);
- perseguire obiettivi di elevati livelli di trasparenza e consultazione con tutti i partecipanti al mercato e con il Parlamento europeo e il Consiglio;
- incoraggiare l'innovazione nei mercati finanziari per renderli dinamici ed efficienti;
- garantire l'integrità del mercato attraverso un monitoraggio attento e reattivo dell'innovazione finanziaria; importanza di ridurre il costo del capitale e di aumentare l'accesso a quest'ultimo;
- mantenere un equilibrio tra costi e benefici per i partecipanti al mercato in una prospettiva di lungo periodo, comprese le piccole e medie imprese e i piccoli investitori, nelle misure di esecuzione;
- promuovere la competitività internazionale dei mercati finanziari della Comunità, fermo restando l'indispensabile estensione della cooperazione internazionale;
- realizzare parità di condizioni per tutti i partecipanti al mercato stabilendo, se opportuno, regolamentazioni a livello della Comunità;
- rispettare le differenze nei mercati nazionali se esse non ledono la coerenza del mercato unico;
- garantire la coerenza con le altre norme della Comunità nel settore, in quanto l'asimmetria informativa e la mancanza di trasparenza possono compromettere il funzionamento dei mercati, nuocendo gli interessi dei consumatori e dei piccoli investitori.

L'attenzione del legislatore comunitario si è focalizzata sulle informazioni che gli emittenti di valori mobiliari devono fornire al mercato, così da mettere gli investitori nella condizione di effettuare scelte oculate sui prodotti e servizi finanziari offerti e di valutare, tempo per tempo, i risultati economici e gli attivi degli emittenti.

Nel considerando (1) della direttiva in esame, infatti, si precisa che tali informazioni devono essere comunicate in modo accurato, completo e

tempestivo, affinché la fiducia degli investitori nei confronti degli emittenti si possa consolidare. L'asimmetria informativa e la mancanza di trasparenza, infatti, possono nuocere agli interessi degli investitori, compromettendo il buon funzionamento dei mercati.

5.2. L'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo. Stato membro d'origine VS Stato membro ospitante.

Oggetto della direttiva in esame sono i valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato Membro dell'Unione Europea.

Ai fini dell'applicazione delle direttiva 2004/109/CE, per valore mobiliare si deve far riferimento alle categorie di valori descritte all'art. 4, par. 1, punto 18 della direttiva 2004/39/CE (cd. Direttiva *MiFID: Markets in Financial Instruments Directive*).

Sono valori mobiliari, dunque, «*le categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziate nel mercato dei capitali, ad esempio:*

a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario;

b) obbligazioni ed altri titoli di credito compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli;

c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure²⁶⁹».

Restano esclusi dall'ambito oggettivo di applicazione gli strumenti del mercato monetario descritti all'art. 4, par. 1, punto 19, della direttiva MiFID, aventi durata inferiore ai 12 mesi, a cui si applica la legislazione nazionale²⁷⁰, e

²⁶⁹ Art. 4, par. 1, punto 18, direttiva 2004/39/CE.

²⁷⁰ Art. 2, par. 1, lett. a), direttiva 2004/109/CE.

cioè gli «*strumenti del mercato monetario: categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, ad esempio i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali, ad esclusione degli strumenti di pagamento*²⁷¹».

Da un punto di vista soggettivo, la *transparency directive* si applica a tutti gli emittenti valori mobiliari, tra i quali rientrano, quindi, anche le società – veicolo per la cartolarizzazione che emettono titoli *ABS*.

Il primo adempimento a carico degli emittenti, ai fini dell'applicazione della normativa in analisi, è la scelta dello Stato membro d'origine, la quale è rilevante in quanto l'emittente sarà sottoposto alla normativa in materia di trasparenza, così come recepita nel paese scelto come Stato membro d'origine.

All'art. 2, par. 1, lett. *i*), il legislatore comunitario identifica due situazioni distinte:

- per gli emittenti titoli di debito con un valore nominale unitario inferiore a 1.000 Euro, lo Stato Membro d'Origine è alternativamente:

a) lo Stato membro nel quale l'emittente ha la sede legale, se questa è situata nell'Unione Europea;

b) lo Stato membro nel quale gli strumenti finanziari sono destinati ad essere offerti al pubblico per la prima volta dopo la data di entrata in vigore della presente direttiva o nel quale è stata presentata la prima domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato a scelta dell'emittente, dell'offerente o della persona che chiede l'ammissione, secondo il caso, salvo scelta successiva da parte degli emittenti aventi sede in un paese terzo, qualora lo Stato membro d'origine non fosse stato determinato da una loro scelta, se la sede legale dell'emittente è in un paese terzo;

- per gli emittenti titoli di debito con un valore nominale superiore o uguale a 1.000 Euro è possibile scegliere tra lo Stato membro in cui è situata la sede legale ovvero quello in cui sono quotati i titoli.

In questa seconda ipotesi la direttiva precisa che lo Stato membro d'origine può essere uno solo e la scelta deve rimanere tale per almeno tre anni, fatto salvo

²⁷¹ Art. 4, par. 1, punto 19 direttiva 2004/39/CE.

il caso in cui i titoli non siano più ammessi alla quotazione nel mercato regolamentato dello Stato membro²⁷².

Ai sensi dell'art. 2, par. 1, lett. j), per Stato membro ospitante s'intende «*uno stato membro, diverso dallo Stato membro d'origine, nel quale i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato*»; in altre parole è lo Stato appartenente all'Unione Europea in cui i titoli sono ammessi alla quotazione, ma che non è stato scelto o non è stato possibile scegliere come Stato membro d'origine²⁷³.

È opportuno precisare che, ai sensi della direttiva 2004/190/CE, la scelta dello Stato membro d'origine si riferisce all'emittente, non all'emissione e/o emissioni da quest'ultimo effettuate. In materia di cartolarizzazione, tale aspetto è evidente nel caso delle società – veicolo multicomparto.

Ai fini della *transparency directive* l'identificazione dello Stato membro d'origine e dello Stato membro ospitante è rilevante, poiché la diffusione delle informazioni regolamentate va effettuata, oltre che nello Stato membro d'origine, anche negli Stati membri ospitanti.

5.3. Le informazioni regolamentate

La direttiva 2004/109/CE obbliga, dunque, anche gli emittenti di *ABS* ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante in uno Stato dell'Unione Europea, a comunicare le informazioni previste dall'art. 2, par. 1, lett. k) della *transparency directive*. Quest'ultimo chiarisce che le informazioni previste dalla regolamentazione sono tutte quelle che l'emittente, o qualsiasi altra persona che abbia chiesto l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato senza il consenso dell'emittente, è tenuto a comunicare a norma:

²⁷² Art. 2, par. 1, lett. i), punto ii), direttiva 2004/109/CE.

²⁷³ È il caso, ad esempio, di una società emittente italiana che ha scelto l'Italia come Stato membro d'origine ed ha optato per la quotazione dei valori mobiliari nel mercato lussemburghese. Il Lussemburgo è considerato Stato membro ospitante.

- della direttiva in analisi;
- dell'art. 6 della direttiva 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)²⁷⁴;
- delle disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di uno Stato membro adottate ai sensi dell'art. 3, par. 1 della presente direttiva, il quale permette allo Stato membro d'origine di assoggettare un emittente ad obblighi più severi di quelli previsti dalla direttiva in questione, negando, tuttavia, allo Stato membro ospitante di poter agire in tal senso²⁷⁵.

Le informazioni oggetto di comunicazione secondo la *transparency directive*, possono essere suddivise in tre macro – categorie:

- informazioni periodiche, le quali comprendono l'informativa di bilancio, hanno cadenza periodica e consistono nei documenti previsti agli articoli 4

²⁷⁴ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato).

Art. 6, par. 1, 2003/6/CE: «1. Gli Stati membri dispongono che gli emittenti di strumenti finanziari comunichino al pubblico, al più presto possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detti emittenti.

Senza pregiudizio delle misure adottate per adempiere quanto disposto al primo comma, gli Stati membri dispongono che gli emittenti abbiano l'obbligo di far apparire sul loro sito Internet, per un periodo adeguato, tutte le informazioni privilegiate che sono tenuti a rendere pubbliche».

²⁷⁵ Art. 3, direttiva 2004/109/CE: «Integrazione dei mercati mobiliari - 1. Lo Stato membro d'origine può assoggettare un emittente ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva.

Lo Stato membro d'origine può altresì assoggettare un possessore di azioni, o una persona fisica o giuridica di cui agli articoli 10 o 13, ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva.

2. Uno Stato membro ospitante non può:

a) per quanto riguarda l'ammissione di valori mobiliari in un mercato regolamentato sul suo territorio, imporre obblighi di informazione più severi di quelli previsti dalla presente direttiva o dall'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE;

b) per quanto riguarda la notifica di informazioni, assoggettare i possessori di azioni, o le persone fisiche o giuridiche di cui agli articoli 10 o 13, ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva».

(*Relazione Finanziaria Annuale*) e 5 (*Relazione Finanziaria Semestrale*) della direttiva in esame. Ai sensi dell'art. 8, i soggetti che emettono esclusivamente titoli di debito il cui valore nominale unitario sia di almeno 100.000 Euro, sono esentati dal fornire al mercato le informazioni periodiche (con riferimento ai titoli di debito ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea prima del 31 dicembre 2010, resta in vigore il limite originariamente fissato pari a 50.000 Euro)²⁷⁶;

- le informazioni c.d. *price sensitive*, sono quelle delineate nella citata direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato. Al Considerando (16) di tale direttiva esse sono definite come informazioni che hanno carattere preciso, non hanno una cadenza periodica, non sono pubbliche e riguardano, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. Queste informazioni, se rese pubbliche, possono avere l'effetto di influire sensibilmente sull'evoluzione e formazione dei prezzi. Per poter rispettare tali norme in materia di trasparenza, l'emittente deve valutare, perciò, se vi è anche solo la possibilità, che esse influenzino in modo sensibile i prezzi;

- le informazioni c.d. *ongoing*, hanno carattere "straordinario", perciò, non hanno una cadenza precisa all'interno dell'anno solare. Nel caso di operazioni di cartolarizzazione, possono rientrare tra queste informazioni i cambiamenti rilevanti da apportare alle *Terms and Condition* dei titoli, la sostituzione di un agente e, più in generale, ogni altra informazione di carattere straordinario che riguarda l'emittente e che potenzialmente può interessare gli investitori²⁷⁷.

Ai sensi dell'art. 18 della direttiva 2004/209/CE, l'emittente deve garantire

²⁷⁶ Articolo modificato ai sensi dell'art. 2, direttiva 2010/71/UE, del 24 novembre 2010, recante «*modifica delle direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato*».

²⁷⁷ Tra le informazioni *ongoing* la direttiva in esame impone agli emittenti titoli azionari che si comunichi al mercato ogni informazione riguardante la composizione della compagine sociale, gli eventuali cambiamenti che la interessano, evidenziando a riguardo una procedura dettagliata per la notifica e pubblicazione delle partecipazioni rilevanti (art. 12).

la parità di trattamento per tutti i possessori di titoli di debito dello stesso grado, per quanto riguarda tutti i diritti inerenti a tali titoli.

La *transparency directive* impone agli emittenti che le informazioni regolamentate vengano:

- diffuse (c.d. *dissemination*), vale a dire rese disponibili sul mercato, in modo tale da assicurare un accesso rapido e non discriminatorio delle stesse da parte degli investitori. La diffusione può avvenire ricorrendo a mezzi elettronici, purché venga assicurata la sicurezza dell'informazione e minimizzata la corruzione dei dati. La diffusione delle informazioni ai sensi della presente direttiva deve essere effettuata, sia nello Stato membro d'origine, che nello Stato membro ospitante;

- archiviate (c.d. *filing*), cioè inviate alle autorità di riferimento dello Stato membro d'origine;

- stoccate (c.d. *storage*), vale a dire depositate presso un meccanismo, detto, appunto, di stoccaggio, che permetta agli investitori di reperirle per un periodo di tempo di almeno cinque anni.

Conclusioni

Alla luce dell'analisi condotta in merito alla normativa disciplinante le operazioni di cartolarizzazione e al suo confronto con la prassi prevalente di mercato, si possono avanzare alcuni spunti di riflessione.

Uno dei principali elementi a tutela dei portatori dei titoli consiste nel patrimonio separato della società – veicolo, in cui la legge n. 130/99 fa rientrare solo i «*crediti relativi a ciascuna operazione*». La legge sulla cartolarizzazione dei crediti trascura, quindi, di specificare se costituiscono parte del patrimonio separato anche le somme derivanti dalla riscossione dei crediti stessi, nonché tutti gli altri flussi, diritti e crediti, di cui la *SPV* è titolare ai sensi della documentazione contrattuale. Per quanto riguarda le somme derivanti dalla riscossione dei crediti, la dottrina prevalente ritiene che esse siano comprese nel patrimonio separato, mentre risulta più difficile giungere alla medesima conclusione per quanto concerne, ad esempio, i flussi derivanti dai contratti di *swap* o dagli *eligible investments*. Come accennato, nella prassi contrattuale, di fronte al silenzio del Legislatore in merito, si provvede a sottoscrivere contratti di pegno con lo scopo di costituire una garanzia reale su tali elementi a favore dei portatori dei titoli e degli *other issuer creditors*. Vertendo queste garanzie sui diritti di credito derivanti dai vari documenti contrattuali, una delle complicazioni riscontrate nella pratica consiste nel dover modificare il contratto di pegno ogniqualvolta uno degli altri contratti dell'operazione viene modificato. Ciò comporta oneri aggiuntivi e dispendio di tempo, che potrebbero essere evitati introducendo una norma che includa gli elementi in questione nel patrimonio separato, come avviene, ad esempio, in altre legislazioni.

Un altro punto che, a parere di chi scrive, andrebbe chiarito, riguarda i costi dell'operazione deducibili dal patrimonio *ex lege* n. 130/99. Ci si chiede se possano esservi altri soggetti legittimati ad aggredire il patrimonio separato, quali, ad esempio, i debitori ceduti. In merito si ricorda che non tutti i soggetti che si relazionano con la *SPV* hanno sottoscritto e accettato la relativa cascata dei pagamenti (che si verifica invece tipicamente nell'*intercreditor agreement*) e che tra questi si possono rinvenire proprio i debitori ceduti.

Nel corso dell'analisi effettuata si è potuto riscontrare che, qualora questi ultimi agiscano nei confronti della società – veicolo per eccepire, ad esempio, la restituzione di un pagamento non dovuto alla *SPV* stessa, essi potrebbero avere diritto alla restituzione della relativa somma, in quanto illegittimamente inclusa nel patrimonio separato (si veda il paragrafo 2.1.), ma *quid iuris* per quanto riguarda, ad esempio, un'eventuale richiesta di risarcimento del danno avanzata dal debitore ceduto?

Ci si chiede, dunque, quanto gli interessi dei portatori dei titoli possano essere antergati a quelli dei debitori ceduti.

Un'ultima riflessione riguarda la mancata previsione nella l. n. 130/99 di norme disciplinanti l'organizzazione dei portatori dei titoli, in generale, e il *RON*, in particolare. Ad avviso di chi scrive, e non solo (si veda il capitolo 4), non si riesce a comprendere perché il Legislatore abbia previsto l'inapplicabilità *in toto* delle norme codicistiche disciplinanti l'organizzazione degli obbligazionisti. Tali disposizioni potrebbero rappresentare un buon punto di partenza, cui applicare opportune deroghe od integrazioni che tengano conto di alcune peculiarità delle operazioni di cartolarizzazione, quali, ad esempio, la presenza di classi diverse di portatori di titoli e degli *other issuer creditors*, i quali competono con i *noteholders* nella cascata dei pagamenti.

Bibliografia

- MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960;
- FRAGALI, *Finanziamento*, (voce) in *Enciclopedia del diritto*, XVII, Milano, 1968, pag. 611 ss.
- BIGLIAZZI GERI, *Patrimonio*, (voce) in *Enciclopedia del diritto*, XXXII, Milano, 1982, pag. 280 ss;
- CARRARO, *Il mandato ad alienare*, Padova, 1983;
- CAMPOBASSO, *Controlli e obbligazioni*, in COLOMBO – PORTALE, *Trattato delle società*, vol. V, Torino, 1988, pag. 487 ss;
- BARZEL, *Economic analysis of property rights*, Cambridge, 1989;
- GALGANO, *Diritto commerciale. L'imprenditore*, Bologna, 1993;
- RUCELLAI, *I problemi legati allo sviluppo della securitization in Italia: prospettive di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1995, I, pag. 114 ss;
- BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Milano, 1996;
- FRIGNANI, *La securitization come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, II, Padova, 1997;
- RUCELLAI, *Un progetto normativo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pag. 161 ss;
- CAPUTO – NASSETTI, *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998;
- FRANZONI, *Commento sub. art. 1432 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Commentario del codice civile, Libro quarto. Delle obbligazioni*, Bologna, 1998;
- GALGANO, *Commento sub. art. 1431 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Commentario del codice civile, Libro quarto. Delle obbligazioni*, Bologna, 1998;
- NANNI, *Commento sub. art. 1726 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Commentario del codice civile, Libro quarto. Delle obbligazioni*, Bologna, 1998;

- BONTEMPI, *La securitization*, Milano, 1999;
- DE NOVA-LEO, *La securitization in Italia*, in *Contratti*, 1999, pag. 711 ss;
- LA TORRE, *La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana*, in *Bancaria*, 1999, I, pag. 42 ss;
- GAMBARO, *Trust*, in *Digesto. Discipline privatistiche*, Torino, 1999, pag. 450 ss;
- LISANTI, *Gli intermediari finanziari coinvolti in un'operazione di securitization*, in PARDOLESI (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Milano, 1999;
- PARDOLESI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario della legge n. 130/1999*, Milano, 1999;
- PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fallimento*, 1999, II, pag. 1173 ss;
- RADICATI DI BROZOLO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione e la cessione dei crediti esteri*, in *Dir. comm. int.*, 1999, II, pag. 1061 ss;
- RUCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, pag. 411 ss;
- SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, pag. 436 ss;
- TARGHETTI, relazione n. 5058 A della VI Commissione permanente (Finanze) presentata alla Presidenza il 22 febbraio 1999 sul disegno di legge presentato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (Ciampi) di concerto con il Ministro delle finanze (Visco), *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*;
- VITALE, *Il regime giuridico delle operazioni internazionali di securitization*, Padova, 1999;
- BOCHICCHIO, *La cartolarizzazione dei crediti: sinergie tra intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare*, in *Dir. fall.*, 2000, II, pag. 277 ss;

- CABRAS, *Cartolarizzazione dei crediti e procedure concorsuali*, in *Impresa*, 2000, pag. 1139 ss;
- COLAGRANDE – FIORE – GRIMALDI – PRANDINA, *Le operazioni di securitization*, Milano, 2000;
- Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo. *La strategia dell'UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire*, Bruxelles, 13 giugno 2000;
- DAMILANO, *La securitisation dei crediti*, Torino, 2000;
- FERRO – LUZZI, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 2000, pag. 24 ss;
- GENTILE, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, I, pag. 754 ss;
- MAFFEI – ALBERTI (a cura di), *Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Nuove leggi civ.*, 2000, I, pag. 754 ss;
- MEGLIANI, *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, in *Dir. comm. int.*, 2000, pag. 133;
- MODULO – ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Nuove leggi civ.*, 2000, I, pag. 73 ss;
- RORDORF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Le società*, 2000, II, pag. 1163 ss;
- VERONELLI, *Contributo allo studio della cartolarizzazione dei crediti*, Brescia, 2000;
- Comunicazione della Banca d'Italia, 16 luglio 2001, *Operazioni di cessione di rapporti giuridici da parte di intermediari finanziari non bancari*;
- GABRIELE, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pag. 512 ss;
- PORZIO, *Securitization e crediti in sofferenza*, Roma, 2001;
- RUMI, *Securitisation. La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, Milano, 2001;

- SCHLESINGER, *La cartolarizzazione*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, II, pag. 265 ss;
- CARNOVALE, *La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2002, pag. 477 ss;
- CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002;
- CORSI – MORBIDELLI, *Cartolarizzazione, aspetti teorici e applicazione pratica*, Torino, 2002;
- FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti. Commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002;
- GALLETTI – GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002;
- GIANNELLI, *La società per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. soc.*, 2002, pag. 920 ss;
- MACARIO, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, pag. 5 ss;
- MALATESTA, *La legge sulla cartolarizzazione e la cessione dei crediti "esteri"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II, pag. 92 ss;
- MASSINETTI, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. "cartolarizzazione" dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, pag. 101 ss;
- CALLEGARO, *La cartolarizzazione dei crediti: le società, i contratti, la vigilanza*, Milano, 2003;
- FERRO – LUZZI, *La cartolarizzazione*, in *L'innovazione finanziaria. Gli amici in memoria di Gabriele Berionne*, Milano, 2003;
- PISAPIA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Le società*, 2003, II, pag. 1470 ss;
- SACCHI – LODISPOTO, *Cessione dei crediti futuri e mercato delle cartolarizzazioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, II, pag. 541 ss;
- SOTTORIVA, *Verso l'adozione dei principi contabili internazionali: modificate le direttive comunitarie su conti annuali e consolidati*, in *Le Società*, 2003, II, pag. 1445 ss;

- TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003;
- Prospetto informativo di quotazione relativo alla cartolarizzazione dei crediti INPS, depositato presso la Consob il 27 settembre 2004;
- GIANNOTTI, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Milano, 2004;
- SEPE, *La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte*, in *Rivista critica del dir. priv.*, 2004, pag. 533 ss;
- CASELLI – GATTI – CAPIZZI, *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, Roma, 2005;
- FERRO – LUZZI – PISANTI, *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/1999*, Milano, 2005;
- NERI, *Il trust e la tutela del beneficiario*, Padova, 2005;
- PARTESOTTI – MANENTE – URBANI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 2005;
- SCARONI, *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e impresa*, 2005, pag. 1075 ss;
- SCOZZAFAVA, *La cartolarizzazione dei crediti: la fattispecie*, in *Contratto e impresa*, 2005, pag. 1039 ss;
- SCANO, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II, pag. 118;
- Bollettino del Garante per la protezione dei dati personali, 18 gennaio 2007, n. 79, *Cessione in blocco e cartolarizzazione dei crediti*;
- BROCCARDO, *Il valore economico del tranching nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Banca impr. e soc.*, 2007, pag. 409 ss;
- GALANTI – MARANGONI, *La disciplina italiana dei Covered Bond*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 58, Banca d'Italia, Roma, giugno 2007;
- SEVERI, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, 2007;

- VIRGA, *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2007, II, pag. 1011 ss;
- FRANZONI, *Commento sub. art. 2392 c.c.*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Commentario del codice civile, Libro quinto. Del lavoro*, Bologna, 2008;
- GALLETTI, *La circolazione dei crediti. Cessione, factoring, cartolarizzazione*, Padova, 2008;
- MONATERI, *Gli standard speciali di condotta*, in *Trattato di dir. civ., Le fonti delle obbligazioni 3*, Torino, 2008;
- SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, Torino, 2008;
- CLIFFORD CHANCE, *New beginnings. Practical consideration for legal documentation and market practice for post – credit crisis structured debt transactions*, Londra, 2009;
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *80^a Relazione annuale*, 1° aprile 2009 – 31 marzo 2010, Basilea, 28 giugno 2010;
- MESSINA – FRISINA, *Memorandum: cartolarizzazioni come strumento di liquidità*, in *Orrick, Herrington & Sutcliffe – Italian Financial Markets Department*, Milano, aprile 2009;
- MESSINA – PATRIZIO, *Profili evolutivi della cartolarizzazione: aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Torino, 2009;
- AMBROSINI, *Le obbligazioni*, in COTTINO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, 1, Padova, 2010, pag. 895;
- DEZZANI – BIANCONE – BUSSO (a cura di), *IAS/AFRS Manuale*, Milano, 2010;
- LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Torino, 2010;
- MARIANNA, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche*, Padova, 2010;
- MONTALENTI, *Gli amministratori*, in COTTINO, *Trattato di dir. comm.*, vol. IV, Padova, 2010;

- DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile. Disciplina civilistica e principi contabili internazionali*, Milano, 2011;
- LENZI, *Commento sub. art. 1355*, in NAVARRETTA – ORESTANO, *Commentario del codice civile, Dei contratti in generale*, Milano, 2011;
- *Rating methodology – Global Structured Finance Operational Risk Guidelines: Moody's Approach to Analyzing Performance Disruption Risk*, Moody's investor service, 2 marzo 2011;
- Decisione della Banca Centrale Europea, relativa a «*Misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie*», 14 dicembre 2011, (BCE/2011/25);
- *Guideline of the European Central Bank on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem*, 20 settembre 2011 (ECB/2011/14), successivamente modificato il 26 novembre 2012 (ECB/2012/25).

Giurisprudenza

- Cass. 10 aprile 1969, n. 1154, in *Foro it.*, 1969, I, pag. 1768.

Fonti normative

- R.d. 16 marzo 1942, n. 267, *Disciplina del fallimento, del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata e della liquidazione coatta amministrativa*;
- L. 21 febbraio 1991, n. 52, *Disciplina della cessione dei crediti di impresa*;
- D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*;
- D.lgs. 1° aprile 1996, n. 239, *Modificazioni al regime fiscale degli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli simili, pubblici e privati*;
- D.m. 13 maggio 1996, *Criteri di iscrizione degli intermediari finanziari nell'elenco speciale di cui all'art. 107, comma 1, del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385*;
- D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*;
- L. 23 dicembre 1998, n. 448, *Misure di finanza pubblica per la stabilizzazione e lo sviluppo*;
- Circolare della Banca d'Italia, 21 aprile 1999, n. 229 *Istruzioni di Vigilanza per le banche*;
- L. 30 aprile 1999, n. 130, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*;
- Regolamento Consob, 14 maggio 1999, n. 11971, *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti*;
- Regolamento Consob, 2 novembre 1999, n. 12175, *Regolamento di attuazione dell'art. 2, co. 5, della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti*;

- Regolamento 2002/1606/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali;
- Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato);
- Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'Unione Europea, 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari;
- D.lgs. 30 giugno 2003, n. 196, *Codice in materia di protezione dei dati personali*;
- Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.
- Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE;
- D.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, *Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali*;
- L. 23 dicembre 2005, n. 266, *Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2006)*;
- D.m. 14 dicembre 2006, n.310, *Regolamento di attuazione dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite*;
- Circolare della Banca d'Italia, 27 dicembre 2006, n. 263, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*;

- D.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, *Attuazione della direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2001/34/CE;*
- D.lgs. 6 novembre 2007, n. 195 *Attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, e che modifica la direttiva 2001/34/CE;*
- Direttiva 2010/71/UE, 24 novembre 2010, recante modifica delle direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Sitografia

- <http://www.abi.it>
- <http://www.bancaditalia.it>
- <http://www.borsaitaliana.it>
- <http://www.camera.it>
- <http://www.cliffordchance.com>
- <http://www.consob.it>
- <http://www.deloitte.com>
- <http://www.dt.tesoro.it>
- <http://www.ecb.int>
- <http://www.esma.europa.eu>
- <http://www.fitchratings.it>
- <http://www.garanteprivacy.it>
- <http://www.gazzettaufficiale.it/>
- <http://www.ilsole24ore.com>
- <http://www.moody's.it>
- <http://www.orrick.com>
- <http://www.securitisation-services.com>
- <http://www.standardandpoors.com>

Ringraziamenti

Desidero ringraziare innanzitutto la Professoressa Martina per il prezioso aiuto fornito nella stesura dell'elaborato, nonché per la disponibilità e la cortesia dimostratami.

Vorrei, altresì, ringraziare *Securitisation Services s.p.a.* per avermi dato l'opportunità di arricchire la mia preparazione svolgendo uno *stage* formativo, ed in particolar modo la Dott.ssa Pierobon e il Dott. Bottan, i quali sono stati sempre disponibili a dirimere i miei dubbi e a fornirmi materiale indispensabile per il lavoro di tesi.

Infine, desidero ringraziare con affetto la mia famiglia per essermi stata vicina in ogni momento.