

Nota introduttiva:

Le conseguenze imposte dall'attività legislativa degli ultimi anni in materia di cartolarizzazione hanno indicato alla "nicchia" degli operatori di settore, nuovi e in parte tuttora inesplorati percorsi applicativi. Questi hanno contribuito a rendere il fenomeno della cartolarizzazione un "regolo lesbio", in grado di adattarsi con malleabilità anche alle esigenze che trascendono quelle che solitamente vengono evocate dalla linearità delle declinazioni più elementari delle operazioni in parola. In particolar modo, si rende necessario dover porre in evidenza le potenzialità delle neo introdotte sfumature applicative delle cartolarizzazioni nel quadro della realtà del mercato immobiliare, una realtà che negli ultimi anni sta giocando il ruolo di un settore dalla lenta ma costante ripresa. Più precisamente, nell'ottica del taglio conferito al seguente elaborato, si cercherà di fare luce sulle occasioni di intersezione fra "questioni immobiliari" e la labirintica realtà delle cartolarizzazioni dei "temibili" crediti deteriorati. Questi ultimi, qualora garantiti da beni immobili (e non solo, come si vedrà *infra*), sono in grado di impattare sull'operazione contribuendo ad un'ulteriore "frammentazione soggettiva" della cartolarizzazione, che "apre le porte" ad un secondo e necessario veicolo societario definito dal legislatore italiano "d'appoggio". Tale società veicolo "di secondo livello", vede nel recente comma 4 art.7.1 L.130/99 il suo punto di riferimento. Tuttavia, dietro l'apparente "buona fattura" della norma appena richiamata, si nascondono delle "zone d'ombra" dalla piuttosto rilevante consistenza. Alla luce degli intenti sottesi alla riflessione che segue, verrà posta attenzione sugli aspetti malfunzionanti della normativa vigente, procedendo lungo il solco di una ricostruzione civilisticamente orientata della fattispecie in parola. Tale ricostruzione, muove dalla necessità di appianare i difetti di armonia interna alla disciplina speciale delle cartolarizzazioni dei crediti deteriorati, facendo particolare attenzione al ruolo dinamico e gestorio delle società veicolo d'appoggio e al suo intreccio con il regime di separazione patrimoniale, condizione imprescindibile sia per la buona riuscita dell'intera operazione che per la sua fisiologica instaurazione. Nel corso delle seguenti pagine, si cercherà di intraprendere una lettura progressiva del fenomeno, partendo dalla generale panoramica sulle operazioni di cartolarizzazione, passando attraverso i profili di complessità del macro-tema della separazione patrimoniale, per poi concludere dando spazio alla *pars costruens* dedicata all'analisi del ruolo delle società veicolo d'appoggio. A proposito di quest'ultimo aspetto, in presenza di una struttura normativa tutt'altro che eloquente, l'adozione di una prospettiva "creativa" si fa viva necessità. Pertanto, si intende con questo sforzo ermeneutico, di inaugurare una vera e propria ricerca fra le figure e gli istituti del sistema interno (e non solo), di una linea interpretativa sufficientemente persuasiva per sciogliere in maniera soddisfacente i dubbi e le lacunosità della disciplina del comma 4 art.7.1 L.130/99.

Capitolo1: La cartolarizzazione dei crediti. La fattispecie

1.1 Origine e nozione della cartolarizzazione

Le origini della cartolarizzazione sono storicamente legate alla crisi del sistema di finanziamento del mercato immobiliare statunitense, venutasi a formare tra la fine degli anni '60 e gli inizi degli anni '70¹. Il motivo originante della crisi fu essenzialmente legato all'incapacità delle *Savings and Loans* (intermediari finanziari preposti alla raccolta del pubblico risparmio e alla concessione di mutui e prestiti) di rispondere all'impennata della domanda dei mutui ipotecari. Si venne così a creare una situazione tanto imbarazzante quanto drammatica, in cui degli intermediari finanziari preposti alla raccolta del risparmio si dimostravano incapaci di venire incontro alle istanze dei consumatori, alimentando l'intollerabile rischio di una situazione di stasi all'interno del mercato immobiliare. Occorreva perciò trovare un meccanismo che consentisse agli intermediari finanziari di individuare una fonte di liquidità. Si pensò di smobilizzare i mutui ipotecari che "affollavano" i portafogli delle *Savings and Loans*, mediante l'offerta di titoli di credito il cui capitale sarebbe stato originato dai flussi di cassa derivante dai rimborsi dei mutuatari. Negli anni che seguirono, il meccanismo della cartolarizzazione venne impiegato largamente per facilitare l'acquisto delle abitazioni riuscendo ad affermarsi come vero e proprio "mos finanziario", soprattutto grazie al contributo di istituzioni private supportate dallo Stato (*Government sponsored enterprises*) dedite all'acquisto e alla garanzia dei mutui ipotecari (*Federal Nation Mortgage Association* o *Fannie Mae*) ovvero alla loro cartolarizzazione (*Federal Home Loan Mortgage Corporation* o *Freddie Mac*), mediante l'emissione di strumenti finanziari da destinare al mercato secondario (*MBS*)². Alle *securitization* inerenti ai crediti ipotecari si sono via via succedute altre forme di cartolarizzazione aventi ad oggetto i crediti inerenti agli acquisti di carte di credito, agli acquisti di automobili, al credito al consumo, ai crediti riconducibili alle operazioni di *leasing* a loro volta assistiti dai cc.dd *Asset-Backed Securities*. Il richiamo alla dimensione giuridica statunitense non solo costituisce l'"obbligo metodologico" di indagare le radici storiche del fenomeno qui in esame, ma rappresenta altresì un'opportunità per ossequiare all'aspetto terminologico della cartolarizzazione, battezzata in patria con il nome di *securitization*³ (da *to securitize* ovvero sia "creare valori mobiliari"). La radice etimologica dell'espressione *to securitize* (*security*) risulta essere particolarmente evocativa dei connotati essenziali delle *securitizations*, sia nell'accezione di "garanzia" (nel corso dell'elaborato, avremo modo di soffermarci sul confluire della massa dei crediti oggetto di cartolarizzazione in una massa patrimoniale separata, che costituisce la garanzia per gli investitori al rimborso dell'investimento), sia nell'accezione di

¹ L. Carota, *Sulle origini della cartolarizzazione*, Padova 2002 pag.7 nota 11

² *Mortgage backed securities* letteralmente: valori mobiliari garantiti da mutui ipotecari. Man mano che il fenomeno delle cartolarizzazioni venne impiegato anche settori diversi dal quello del mercato dei mutui ipotecari, le *MBS* finirono col diventare una specie all'interno del genere *ABS*

³ Il termine si presta all'impiego di due alternative consonantiche tra loro perfettamente fungibili. Con la "z" (*securitization*), è quella statunitense, mentre quella con la "s" (*securitisation*), è quella inglese. Nel corso dell'intera trattazione del tema, la prima variante sarà quella ricorrente.

titolo mobiliare, ossia lo strumento finanziario in cui si “trasformano” i crediti oggetto dell’intera operazione.

Giunti a questo punto della trattazione, dovrebbe istillarsi nella mente del lettore il legittimo dubbio circa il concreto significato di “cartolarizzazione”. Un’operazione di cartolarizzazione, avvalendoci di una descrizione tutto sommato approssimativa, può essere definita come una tecnica finanziaria attraverso cui i flussi di cassa derivanti da impieghi creditizi, vengono selezionati e aggregati al fine di costituire supporto finanziario e garanzia ai titoli rappresentativi di tali crediti, collocati nel mercato secondario⁴. Si tratta più semplicemente di un’operazione attraverso la quale vi è un’impresa (c.d. *originator*), generalmente una banca o un intermediario finanziario, titolare di un *pool* di crediti che vengono individuati e ceduti in blocco *pro soluto* o *pro solvendo*⁵ ad un soggetto cessionario (*issuer*) il quale provvederà alla materiale incorporazione dei crediti in titoli e alla loro successiva offerta sul mercato secondario (*originate to distribute*) allo scopo di acquisire liquidità. Ecco spiegato il motivo del successo della *securitization*: il credito viene “snaturato”, “degradato” a strumento finanziario, collocato sul mercato e il ricavato viene destinato al rifinanziamento di tale credito. Ma “*all that glitters is not gold*”. Infatti, all’osservatore più attento non passerà di certo inosservato che nel quadro di un’operazione del genere, la figura maggiormente esposta a dei rischi è quella dell’investitore finale che potrebbe, nella peggiore delle ipotesi, trovarsi nella condizione di non veder rimborsato l’investimento sostenuto. Difatti, l’ampiezza delle oscillazioni del rischio supportato dagli investitori dipenderà in larga scala dalla valutazione dei titoli emessi offerta dalle agenzie di rating⁶. I titoli che incorporano le attività cedute dall’*originator* possono declinarsi in: *senior*, *junior*, *mezzanine*. I titoli cc.dd. *senior*, offrono maggiori garanzie agli investitori in quanto antergati sia nel rimborso del capitale che nel pagamento degli interessi; i *junior*, essendo postergati ai *senior* sono decisamente i più rischiosi; da ultimo i *mezzanine*, sono da un lato, postergati ai *senior* per quanto concerne il pagamento degli interessi dall’altro, antergati ad essi nel rimborso del capitale. Pertanto, la funzione “fisiologica” di garanzia che l’ammontare complessivo dei crediti dovrebbe svolgere⁷, potrebbe non essere sufficiente per limare la comprensibile diffidenza che l’investitore finale nutre nei confronti di un investimento di tale portata. Perciò, accade spesso e volentieri che l’operazione di *securitization* venga “arricchita” dalla concessione di garanzie ulteriori (*credit enhancement*). Tali garanzie possono essere concesse direttamente

⁴ Una definizione simile è rinvenibile anche in D.Galletti, G.Guerrieri in *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002, p.16:” ...può essere definita come l’operazione volta al reperimento, presso il pubblico degli investitori, di somme di denaro dirette a finanziare l’impresa titolare di determinati *assets* patrimoniali, in cambio della destinazione, in via esclusiva, di tale portafoglio alla soddisfazione del diritto degli investitori alla restituzione del capitale investito”

⁵ Nel corso del presente elaborato avremo modo di soffermarci sia sulla distinzione intercorrente tra *pro solvendo* e *pro soluto*, sia sul ruolo della cessione *pro soluto* nel contesto di un’operazione di *true sale securitization*

⁶ È bene qui solo menzionare che la società di *rating* compie una valutazione del portafoglio basandosi su dati di mercato inerenti ai flussi di cassa che potenzialmente verranno originati dalla cessione dei crediti e ovviamente al valore degli stessi attivi ceduti.

⁷ In quanto costituisce un patrimonio separato insuscettibile ad eventuali “aggressioni”.

dall'*originator*, che assumerà la veste di *internal credit enhancer*⁸ ovvero da uno o più soggetti terzi (*external credit enhancer*⁹).

A questo punto appare doveroso precisare che quelli fin qui esposti sono gli aspetti ascrivibili a quello che si può definire il modello "base" della cartolarizzazione una *true sale securitization*. Perciò sembra ovvio, alla luce di questa premessa, che anziché parlare di cartolarizzazione al singolare, sarebbe più corretto parlare di "cartolarizzazioni", o di *species* dell'operazione di cartolarizzazione. Perché tali "versioni" siano individuabili, è necessario che vengano evidenziate le due "variabili" principali dello schema generale: da un lato, la natura giuridica del cessionario, dall'altro, la tipologia dei titoli emessi¹⁰. Per quanto concerne il primo aspetto, occorre fissare una vera e propria *summa divisio* che da un lato, vede la presenza di una società veicolo (*SPV, Special Purpose Vehicle*), dall'altro, il ruolo della figura del fondo comune di investimento. Nel primo caso, che nel contesto del *common law* assurge a vero e proprio modello paradigmatico, l'*originator* trasferisce i propri crediti ad un soggetto societario appositamente costituito, la *SPV* per l'appunto, che al fine di acquisire le somme necessarie per l'acquisto del portafoglio dei crediti in via di cessione, provvede ad emanare titoli di debito destinati agli investitori. Lo *Special Purpose Vehicle*, come meglio vedremo poco più avanti, rappresenta il veicolo attraverso cui si verifica la separazione patrimoniale tra attivi ceduti e patrimonio del cedente. Può essere descritto, in termini metaforici, come un "calderone" in cui si riversano tutte le attività patrimoniali che da un lato, si dimostra insuscettibile agli attacchi di potenziali creditori futuri e dall'altro, mostra i caratteri dell'autonomia e dell'indipendenza rispetto all'eventuale situazione di dissesto dell'*originator*. In altre parole, la figura della *SPV* e il fenomeno della separazione patrimoniale sono perfettamente sovrapponibili. Lo *SPV* dunque, interpreta un ruolo funzionale rispetto alla tutela delle posizioni degli investitori finali, che mediante la separazione dei crediti in via di cartolarizzazione, vedono il loro *risk range* parametrato esclusivamente sull'ampiezza del portafoglio dei crediti selezionati. In sostanza, il ruolo della *SPV* non può che essere definito "poliforme", in quanto oltre ad occuparsi della selezione dei crediti "cartolarizzabili", dell'acquisizione del *pool* in cui essi vengono raccolti e dell'emissione dei titoli da destinare al mercato secondario, provvede a garantire la separazione della massa degli attivi da ogni altro patrimonio. La separazione rende il portafoglio insensibile ad ogni vicenda economica inerente alla sfera giuridica del cedente, pertanto, si rende evidente come l'effetto *de qua* possa assurgere a vero e proprio *confidence booster* degli investitori, che rassicurati della bontà dell'investimento, saranno chiaramente più propensi ad acquistare i titoli emessi. Nella fattispecie opposta¹¹, che ha trovato terreno fertile nella tradizione giuridica di *civil law*, la cartolarizzazione segue un solco parallelo rispetto al "modello *SPV*" in quanto anche in questo caso la massa dei crediti fuoriesce dal patrimonio dell'*originator*, con la sola

⁸ Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Milano 1999, 12

⁹ Quest'ultima ipotesi sembra essere certamente quella più vantaggiosa per l'*originator*, in quanto gli consente di conseguire più efficientemente gli obiettivi inerenti al c.d. "trattamento fuori bilancio". Sulle prospettive, delle finalità e dei vantaggi delle operazioni di cartolarizzazioni, avremo modo di soffermarci nei paragrafi che seguono.

¹⁰ La flessibilità di tale variante si accentua se si tiene in considerazione che nessuna norma precisa né la natura, né la natura giuridica dei titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione

¹¹ Di cui avremo modo di parlare più approfonditamente nel corso dell'elaborato

differenza che in questo caso il portafoglio crediti viene ceduto ad un fondo comune di investimento¹², titolare esclusivo di una massa patrimoniale costituito sia da crediti che dalle somma progressivamente incassate dai debitori ceduti: in quest'ipotesi, i titoli sottoscritti sono rappresentati chiaramente dalle quote di partecipazione al fondo, che verrà amministrato da una società di gestione.¹³

Per quanto concerne invece l'altro profilo, ossia quello riguardante la tipologia dei titoli emessi dall'*issuer*, occorre focalizzarsi sulla *species* di cartolarizzazione parametrata sulla figura della *SPV* precedentemente analizzata. Difatti, nell'ipotesi in cui si faccia ricorso a tale modello, assume particolare rilevanza la seguente tripartizione: operazione *pass through*, operazione *pay through* e *securitization* con emanazione di *Asset-Backed Securities*. Andando per ordine, l'emissione di titoli *pass through*¹⁴ si può ricondurre all'interno dello schema del *trust*, in quanto tra l'*originator* e la società veicolo nasce un vero e proprio *Trust agreement* (ovvero un *Pooling and Servicing Agreement*¹⁵), in virtù del quale la società cessionaria, oltre ad assumere il ruolo di depositario del portafoglio dei crediti ceduti e di vero e proprio *trustee*, si occupa della gestione di tali attivi (*grantor trust*¹⁶). Una volta avvenuta la cessione del *cumulus* dei crediti, la "*SPV trustee*" provvede ad emettere i titoli del *trust fund*, realizzando in tal guisa una frammentazione della massa patrimoniale di cui gli investitori diventeranno titolari *pro quota*. Infatti, la particolarità dei titoli *pass through* risiede proprio nella loro incompatibilità concettuale e funzionale con la figura del titolo di debito, tant'è che, non essendo paragonabili ad obbligazioni dell'*originator* o dello *SPV*, non compaiono nel bilancio degli stessi¹⁷

Per quanto concerne invece il modello "speculare" del *pay through*, il grande punto di frattura con lo schema *pass through* risiede nel fatto che gli investitori non acquisteranno mai la proprietà degli attivi ceduti, in quanto la titolarità del pool rimane esclusivamente ancorata alla *SPV* emittente i titoli rappresentativi. A scanso di equivoci, è bene precisare che anche le operazioni *pay through* possono prevedere l'applicazione dello schema del *trust* ma solo in funzione segregativa della massa creditizia. Difatti, il compito della società cessionaria (*trustee*) non è quello di provvedere al trasferimento del *right of property* del *trust fund* agli investitori, bensì quello di gestire il patrimonio nell'interesse di quest'ultimi, meri beneficiari del *trust* istituito e creditori diretti del *trustee*. In conclusione, l'eventuale "contaminazione" del modello *de qua* con lo schema del *trust* non incide in maniera dirimpente sulla realizzazione dell'operazione di "*pass through securitization*".

¹² Alternativa maturata presso l'esperienza spagnola (Ley 19/1992, *sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria*) e francese (*Loi 88-1201 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances*)

¹³ Così in Galletti, Guerrieri *op.cit.*, p.19

¹⁴ In un'ottica di comparazione interna alla tradizione di *common law*, va sottolineato come il modello qui in esame è utilizzato negli Stati Uniti ma non in Gran Bretagna, in quanto risulta essere svantaggioso in termini fiscali alla luce del *Financial Service Act* del 1986 e dal *Prevention of Fraud Act 1958*

¹⁵ Pardolesi, *op.cit.*, p.59

¹⁶ Per un'idea più approfondita sull'utilizzazione del *trust* in ambito finanziario si veda Lener, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, Bologna, 1995

¹⁷ M. La Torre, *Securitization e Banche: la titolarizzazione degli attivi bancari*, Torino, 2000

Analogamente a quanto accade nello schema del cd *pay through*, anche nel modello basato sull’emanazione di *asset backed securities*, i titoli emessi dalla cessionaria si limitano a ricondurre in capo agli investitori soltanto un diritto di natura obbligazionaria nei confronti della *SPV*. Un *asset backed bond* costituisce un’obbligazione debitoria gravante sull’emittente, la cui latitudine si estende limitatamente all’ampiezza del portafoglio a garanzia del credito, escludendo in tal guisa ogni pretesa eccedente il patrimonio in gestione della cessionaria. Anche in questo caso, la conformazione strutturale della *SPV* si dimostra alquanto “camaleontica”, in quanto la cessionaria può assumere le “sembianze” di una società (di capitali o di persone) o di un *owner trust*. In quest’ultimo caso, sembra riecheggiare il modello *pass-through* con la sola differenza che i titoli collocati sul mercato secondario, non rendono gli investitori titolari *pro quota* degli attivi in via di cartolarizzazione bensì, come accade nello schema *pay through*, meri creditori nei confronti dell’emittente. In sostanza, nel contesto della *asset backed structure securitization* la proprietà degli attivi è esclusivamente della cessionaria. Come risulta evidente dalla descrizione delle tre strutture tipiche” in cui incanalare il momento dell’emissione, in ogni operazione di *securitization* il soggetto emittente svolge una funzione determinante, in quanto dalla forma giuridica che esso assume, dallo schema operativo prescelto (*pay through*, *pass through*, *ABS*) e dal rapporto con gli investitori, dipende la qualificazione giuridica e finanziaria dell’operazione stessa e talvolta, anche del suo buon esito¹⁸. Ben conscio dell’eterogeneità delle soluzioni che possono essere adottate per “modellare” un’operazione di cartolarizzazione, il legislatore ha voluto limitare l’autonomia privata nell’adozione del modello di riferimento, allo scopo di dare coerenza all’intero apparato normativo. Tanto per intenderci, dalla valutazione della L.130/99 emerge la diretta intenzione del legislatore italiano di espungere dal comparto di soluzioni disponibili il sopra analizzato schema del *pass through*. Il motivo di tale preclusione è suggerito direttamente dal legislatore all’art.3 comma 2 della L.130/99, dove si prevede espressamente che “su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l’acquisto dei crediti stessi”. Pertanto, ragionando *per escludendo*, si comprende agevolmente come il legislatore abbia voluto attribuire ai titolari la qualifica di creditori e non di titolari *pro quota* della massa patrimoniale degli attivi. Ed è proprio sulla qualifica di “creditore” che occorre insistere, (correndo il rischio di essere tacciati di ridondanza) sottolineando come il preciso intento del legislatore sia stato quello di “ingabbiare” la proprietà del patrimonio separato nella figura della società veicolo, unico soggetto titolare della massa degli attivi per tutta la durata dell’operazione al termine della quale si estinguerà ai sensi dell’art.2484 comma 1 n.2) c.c.¹⁹

Con riguardo alla natura della relazione intercorrente fra *originator* e società veicolo, in seno alla formante dottrinale, si è cercato di inquadrare tale rapporto all’interno dello schema del mandato senza rappresentanza ex artt. 1705 e ss. c.c., giustificando tale compatibilità richiamando il fatto che la società veicolo acquisti gli attivi dell’*originator* per conto degli investitori che hanno fornito i capitali necessari. La ricostruzione qui offerta, per quanto condivisibile

¹⁸ *Pardolesi, op.cit., p.61*

¹⁹ Come meglio si vedrà più avanti, la L.130/99 all’art.3 comma 1 prevede espressamente che la società cessionaria “ha come oggetto sociale la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione”

sul piano logico, mostra il fianco ad un'insuperabile critica ossia quella secondo cui i proprietari dei valori mobiliari sono semplicemente titolari di un diritto di credito nei confronti della *Spv*²⁰. Al contrario le "formanti interpretative" dell'ordinamento, concordano nel ritenere che, alla luce della lettura in combinato disposto degli artt.1705, comma 2; 1706, comma 1 e art.1707 c.c., il mandante, ruolo che nella fattispecie non 'può che essere incardinato nella figura degli investitori finali, diventa proprietario dei beni acquistati per suo conto nel momento in cui il mandatario li acquista dal terzo in nome proprio.

In conclusione, la scelta del legislatore italiano è stata quella di concepire la *securitization* come un'operazione finanziaria complessa e strutturata in cui a svolgere un ruolo "pivotale" è un soggetto rivestito dalla forma societaria²¹, ossia la "società per la cartolarizzazione dei crediti", che si rivolge direttamente al mercato emettendo titoli rappresentativi di crediti per acquisire le somme necessarie al soddisfacimento delle aspettative degli investitori.

1.2 La società per la cartolarizzazione dei crediti ex L.130/99:

La società di cartolarizzazione dei crediti rappresenta, come si può facilmente intuire, il veicolo finanziario che permette l'instaurazione (e la buona riuscita) di un'operazione di cartolarizzazione. In via approssimativa può dirsi sovrapponibile ad una "classica" *SPV*, ma guardando con maggior attenzione ci si renderà facilmente conto che l'intento del legislatore italiano è stato quello di introdurre degli elementi significativi di discontinuità. Innanzitutto, occorre evidenziare in maniera sintetica i tratti caratteristici che il legislatore ha voluto ricondurre in capo alla società di cartolarizzazione: I) deve rivestire la forma di una società di capitali, II) il capitale sociale minimo è quello previsto dalla legge, III) alle società di cartolarizzazione si applica l'art.106 comma 4, lett. b) del Testo Unico Bancario.

L'aver previsto espressamente l'esistenza di una "società di cartolarizzazione" ricalcata seppur in maniera imperfetta, sull'archetipo della *SPV*, costituisce un elemento sintomatico della scelta legislativa di evitare che il ruolo di issuer possa oscillare tra "società di cartolarizzazione" e "fondi di ristrutturazione". Una scelta, quella di porre accento sulla società di cartolarizzazione pienamente condivisibile *in primis*, sul piano del contenimento dei costi dell'operazione e in secondo luogo, sul piano degli aspetti gestori e delle forme di responsabilità che ne potrebbero derivare.

Sembra dunque che il legislatore abbia optato per un approccio "monistico", volto ad indirizzare l'autonomia dei privati verso un'unica soluzione applicativa, quella della società di cartolarizzazione per l'appunto, ma a ben veder così non è, in quanto è lo stesso legislatore, che in altri *topoi* dell'ordinamento sembra invece aver voluto aprire uno spiraglio all'impiego dell'alternativa del fondo di investimento. L'apertura del legislatore nazionale allo strumento del fondo è senz'altro convalidata dalla stessa legge sulla cartolarizzazione, dove all'art.7, comma 1 lett. b) prevede che le disposizioni contenute nella legge "si applicano, in quanto compatibili, anche alle cessioni a

²⁰ Tenendo in considerazione sempre la non applicabilità del modello *pass through* nel nostro ordinamento

²¹ E non può essere diversamente alla luce del dettato normativo ex Art.3 comma 1 della L.130/99

fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 58/98” (Testo Unico Bancario). Anche il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F) all’art 30 prevede che “il regolamento dei fondi, nell’indicare i beni oggetto di investimento può riferirsi anche a crediti. In aggiunta, anche nelle disposizioni contenute nel regolamento della Banca d’Italia del 20/09/99 si faceva riferimento alla possibilità di impiego dello strumento del fondo di investimento, a condizione che si trattasse di un fondo chiuso²² gravato dall’obbligo di destinare la totalità del suo patrimonio all’acquisto dei crediti in via di cartolarizzazione. Pertanto, alla luce delle considerazioni fin qui svolte, si può pacificamente ritenere che l’intenzione del legislatore sia stata quella di guidare semplicemente l’autonomia dei privati verso una soluzione più efficiente e soddisfacente, sia sul piano della buona riuscita dell’operazione sia della limitazione dei costi e delle implicazioni che un modello diverso potrebbe comportare, senza però precludere ai privati la possibilità di indirizzare una comune volontà verso altre soluzioni applicative. Proseguendo con la rassegna dei tratti essenziali della società per la cartolarizzazione, particolare centralità assume l’art.3, norma di rinvio al diritto comune societario²³ dalla quale è possibile estrapolare due aspetti tra loro decisamente complementari: da un lato, è rinvenibile il tema del rapporto tra società di cartolarizzazione e attività di impresa, dall’altro, il rapporto tra società di cartolarizzazione ed esclusività dell’oggetto sociale.

Volendo partire dalla prima questione, va ricordato come sin dagli albori dell’entrata della legge che qui si propone di analizzare, in seno alla dottrina si è dibattuto molto intorno all’ “imprenditorialità” della società veicolo. In particolare, suggestiva la ricostruzione offerta dall’ “ala negazionista” della natura imprenditoriale della società di cartolarizzazione. Alla luce di questa chiave ermeneutica, la società di cartolarizzazione non sarebbe altro che una “società costola” dell’*originator*, qualificando il rapporto tra quest’ultimo e la società di cartolarizzazione alla stessa guisa del rapporto intercorrente tra tutore e incapace.²⁴ Per quanto creativa, la prospettiva *de qua* non può non sottrarsi a ben due critiche, insuperabili a detta di chi scrive, sia sotto l’aspetto logico che dal punto di vista tecnico-giuridico. Da un lato, occorre ricordare che la non piena sovrapponibilità tra *SPV* di matrice anglosassone e la società di cartolarizzazione “italiana” è giustificata dall’impossibilità di declinare il ruolo della cessionaria in funzione esclusivamente servente rispetto alla posizione dell’*originator*, in quanto la volontà del legislatore nazionale (che forse meritava di essere meglio palesata) è stata quella di concepire la società cessionaria per la cartolarizzazione come un’ordinaria società di capitali che in quanto tale, è perfettamente in grado di svolgere una vera e propria attività imprenditoriale²⁵ scandita da una successione di atti. Dall’altro lato, negare la natura imprenditoriale della società di cartolarizzazione ex L.130/99 vorrebbe dire depotenziare un principio cardine del ramo giuscommerciale dell’ordinamento: quello in virtù del quale la qualifica di imprenditore dipende

²² Ai sensi dell’art.1 comma 1 lett. f) del T.U.F, si intendono “fondi chiusi” quelli in cui “il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto alle parti solo a scadenze predeterminate”

²³ “Il legislatore della legge 130/99 ha resistito alla libido assai diffusa di coniare l’ennesimo statuto di diritto speciale, limitandosi a rinviare del tutto implicitamente al diritto comune delle società di capitali” da *Galletti, Guerrieri in op.cit. p145.*

²⁴ Rucellai, *I problemi legati allo sviluppo della securitization in Italia: prospettive di soluzione in Giur. comm.* 1995.

²⁵ Società di servizi, società che organizza per il mercato servizi di cartolarizzazione.

dal criterio della formale imputazione e non da un'episodica "ingerenza"²⁶ nell'esercizio dell'attività imprenditoriale. In aggiunta la scelta da parte del legislatore di non inserire nessuna deroga esplicita all'art.2247 c.c.

Oltre alle considerazioni qui appena palesate, occorrerebbe sovrapporre la figura della *SPV* ai requisiti di professionalità, economicità ed organizzazione che l'art.2802 c.c. richiede ai fini dell'attribuzione del carattere dell'imprenditorialità.

Quanto alla professionalità sembra non porsi nessun profilo di problematicità. Sembra anzi del tutto pleonastico riflettere sulla sussistenza del requisito in esame con riferimento alla società di cartolarizzazione, in quanto potrebbe essere definito, forse in maniera eccessivamente dogmatica, come un concetto connaturato alla figura di società di capitali.

Non sembrano esservi particolari punti di criticità nemmeno con riguardo al criterio di economicità dell'attività della *SPV*: infatti, il fine verso cui viene proiettata l'operazione di *securitization* si rende perfettamente compatibile da un lato, con il criterio contabile della "parità" fra attività e passività, dall'altro con l'alimentazione degli attivi attraverso i proventi generati dalla stessa attività imprenditoriale che nella fattispecie deve, in ragione delle caratteristiche che connotano la stessa operazione di *securitization*, sovrapporsi allo scopo di lucro ex art. 2247 c.c. Inoltre, va sottolineato come nell'operazione è del tutto fisiologica l'eventualità in cui si produca un margine di utilità, funzionale alla copertura di eventuali lacune di liquidità che possono sorgere nel corso della "vita" della società di cartolarizzazione.

Resta da analizzare il requisito dell'organizzazione. Neanche in quest'occasione sono rinvenibili solidi argomenti che escludano la sussistenza del requisito in esame. Infatti, l'organizzazione dell'impresa di cartolarizzazione risiede nella struttura appositamente predisposta finalizzata alla riscossione e al pagamento degli investitori finali. Come previsto dall'art.3 della legge sulla cartolarizzazione, "il peso" della società cedente poggia tutto su un oggetto sociale esclusivo. La disposizione qui in esame prevede: "La società cessionaria, o la società emittente titoli se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti.". Dalla *littera legis* si evince che l'intento del legislatore è stato quello di non consentire che le risorse della società di cartolarizzazione vengano impiegate per il perseguimento di obiettivi divergenti da quelli sottesi all'operazione di *securitization*. Inoltre, dalla lettura della disposizione qui in esame è evidente l'apertura del legislatore verso l'utilizzazione del veicolo per realizzare anche più operazioni contestuali di cartolarizzazione. Tuttavia, dietro la disarmante chiarezza della norma, si nascondono potenziali pericoli per la buona riuscita dell'intera operazione. Infatti, come acutamente sottolineato da parte della dottrina, la possibilità di utilizzare il veicolo per più operazioni inquina la logica alla base di questa struttura economica.²⁷ Non solo, ad aggravare la situazione, vi è la considerazione secondo cui la società di cartolarizzazione non è impedita nello

²⁶ L'aggettivo "episodico" non è lasciato al caso, infatti alla luce delle sedimentazioni giurisprudenziali in materia di "amministratore di fatto", si ricorda che l'ingerenza continuativa e protratta nel tempo nell'esercizio delle funzioni gestorie di una società di capitali, configura pienamente un criterio di attribuzione in capo ad un soggetto *extraneus* al ceto gestorio, la titolarità del potere di esercizio dell'attività imprenditoriale. Si rinvia a tal proposito a Cass. Civ., Sezione I, 14 settembre 1999, n. 9795

²⁷ Rucellai, op.cit.644.