

Introduzione

Le operazioni di cartolarizzazione sono delle tecniche finanziarie che si trovano a metà tra diritto ed economia e, sebbene note e utilizzate in ambito internazionale già a partire dagli anni '70, sono divenute parte dell'ordinamento italiano solo con l'introduzione della l. 30 aprile 1999, n. 130. Il legislatore ha infatti voluto rimuovere, derogandoli, gli ostacoli giuridici che nei fatti impedivano lo sviluppo di questo istituto, concepito nella sua essenza originaria negli ordinamenti di *common law*.

Fermo restando che la cartolarizzazione è ontologicamente caratterizzata da flessibilità e poliedricità delle forme, nel suo *genus* tradizionale la stessa presuppone l'esistenza di uno *stock* di crediti con caratteristiche omogenee, detenuto da un *originator* e ceduto a titolo oneroso a una società veicolo, la quale emette strumenti finanziari, denominati *asset backed securities* e soggetti a *rating*, allo scopo di reperire sul mercato i capitali necessari per finanziarne l'acquisto.

Le finalità di un'operazione di questo tipo, come si approfondirà nel corso dell'elaborato, sono invero piuttosto varie e dipendono dall'angolo visuale che si considera. Da un lato, infatti, il cedente realizza lo smobilizzo di un insieme di attività non particolarmente fruttuose nel breve periodo, mentre, dall'altro, gli investitori che sottoscrivono i titoli mirano principalmente a un guadagno, dato dal rimborso del capitale e dal pagamento degli interessi. La peculiarità di tali remunerazioni è quella di essere strettamente collegata e dipendente dai *cash flows* provenienti dallo *stock* di crediti oggetto di cartolarizzazione.

È dall'analisi di questa complessa struttura giuridica che tale trattazione intende prendere le mosse, dando poi anche conto di quei modelli di *securitization* che divergono da quello *standard* o poiché non presuppongono l'utilizzo di una società veicolo (cartolarizzazione mediante Fondo comune d'investimento) ovvero perché non si sviluppano mediante una c.d. *true sale* (cartolarizzazione mediante prestito).

Giova inoltre puntualizzare come lo scopo dell'elaborato non sia solamente quello di descrivere l'istituto nella sua dimensione statica, e cioè dando semplicemente conto di come sia stato disciplinato dalla l. 30 aprile 1999, n. 130 e dai successivi interventi legislativi integrativi, ma sia anche quello di offrire una visione della cartolarizzazione nei suoi aspetti più dinamici, corrispondenti agli utilizzi che gli operatori del mercato concretamente ne fanno.

In particolare, a mio parere, risulta particolarmente interessante occuparsi del rapporto funzionale che può svilupparsi tra l'istituto della cartolarizzazione e i *non performing loans* (NPLs), da intendersi come quei rapporti creditizi che, per qualche motivo, sono andati deteriorandosi ovvero sono vicini all'insolvenza.

L'accumulo di NPLs nei bilanci degli istituti bancari e finanziari non è di per sé problematico se si mantiene su livelli contenuti e stabili, poiché è opinione prevalente che il deterioramento di una piccola parte dei rapporti creditizi di cui la banca è parte sia fisiologico nonché, in qualche maniera, dalla stessa preventivato. Al contrario, qualora il deterioramento coinvolga un numero considerevole di contratti, come avviene ad esempio nei periodi di *stress* macroeconomici rilevanti, le somme che l'istituto sarà *ex lege* tenuto ad accantonare a copertura inizieranno ad avere un

impatto ben diverso sullo stato patrimoniale dello stesso, riducendo le sue potenzialità operative con pregiudizio per tutte le altre attività che la banca svolge, alle quali saranno inevitabilmente allocate meno risorse. Non solo: l'istituto bancario dovrà poi sostenere il rischio di non vedere soddisfatte le obbligazioni di cui è parte a causa delle probabili insolvenze delle sue controparti.

Si può certamente asserire che l'emergenza epidemiologica da Covid-19, ancora attualmente in atto, rappresenti non solo un problema di notevole portata per la salute e l'esistenza sociale dell'essere umano, ma costituisca anche un motivo di forte *stress* per i mercati e per le economie di tutto il mondo. Partendo da tale constatazione oggettiva e considerando il legame di natura direttamente proporzionale esistente tra NPLs e situazione macroeconomica, è facilmente prevedibile che dall'attuale condizione generale di crisi deriverà un rilevante incremento della quantità di *non performing loans* presenti nei bilanci delle banche e degli intermediari finanziari. Ciò non può non essere visto, in effetti, come una minaccia per la stabilità dell'intero sistema economico.

In un contesto di questo tipo la *securitization*, accanto ovviamente alle strategie di gestione degli NPLs denominate *on balance* e *on balance* miste, può risultare davvero molto vantaggiosa e utile agli istituti bancari e finanziari che intendano smobilizzare gli *stock* di crediti deteriorati. Questa operazione, tra l'altro, sembra essere fortemente incentivata dal legislatore italiano, il quale nel 2017 ha introdotto l'art. 7.1 nel *corpus* della l. 30 aprile 1999, n. 130, rubricato appunto «*Cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari*».

Non solo: la grande attualità del tema della gestione e cartolarizzazione dei *non performing loans*, che tra l'altro è stata una delle ragioni d'essere dell'elaborato, è testimoniata anche dall'introduzione, nel 2016, della possibilità di richiedere una garanzia statale sulle *tranches senior* emesse a seguito di operazioni di cartolarizzazione aventi come sottostante uno *stock* di crediti deteriorati.

Viene sicuramente da chiedersi se siffatti interventi riusciranno a incentivare il ricorso all'istituto in questione, ma allo stesso tempo bisogna anche sottolineare come questi si pongano in un'ottica più ampia, corrispondente all'intenzione del legislatore italiano e comunitario di creare un vero e proprio mercato dei crediti deteriorati e delle aziende in difficoltà, in cui avvenga quell'incontro spontaneo tra domanda ed offerta di cui si è lungamente occupato il liberista Adam Smith.

Un altro obiettivo che la trattazione si pone è quello di analizzare il ruolo che la *securitization* ha effettivamente ricoperto nell'ambito della crisi dei mutui *subprime*, «detonata» negli Stati Uniti tra il 2006 e il 2007, i cui effetti non sono rimasti circoscritti al mercato immobiliare statunitense ma si sono riverberati anche sull'economia reale della gran parte dei Paesi europei, aventi da sempre stretti legami finanziari e commerciali con gli Stati Uniti.

In riferimento a questo tema, l'intenzione è quella di dimostrare che la cartolarizzazione non presenta in sé e per sé profili di criticità particolarmente pericolosi o preoccupanti, sempreché vengano rispettate, a prescindere dall'ordinamento giuridico in cui l'operazione viene posta in essere, alcune *best*

practices in materia di solidità patrimoniale, trasparenza, qualità minima degli *assets* sottostanti e affidabilità dei soggetti coinvolti.

Non è quindi un caso che siano stati proprio questi i principi fondamentali attorno ai quali si è sviluppata la normativa denominata Basilea III, elaborata dal Comitato di Basilea a seguito della presa d'atto dell'inadeguatezza, di fronte alla crisi dei *subprime*, delle precedenti regolamentazioni in tema di diritto bancario e finanziario. Rimane ovviamente da vedere se tale *corpus* normativo risulterà idoneo a garantire la stabilità patrimoniale delle banche e degli intermediari finanziari, nonché, conseguentemente, dei mercati, anche di fronte ad una crisi economica causata da un evento imprevisto e imprevedibile quale l'emergenza epidemiologica attualmente in atto.

Capitolo I

Le operazioni di cartolarizzazione nell'ordinamento italiano

Sommario: 1. I tratti generali dell'istituto: *ratio*, soggetti coinvolti, limiti e ruolo delle banche – 2. Il modello paradigmatico: *securitization* mediante cessione – 2.1. La *vexata quaestio* riguardante la natura imprenditoriale della SPV – 2.2. La collocazione degli ABS sul mercato e le funzioni del prospetto informativo – 2.3. La responsabilità da prospetto informativo inesatto – 3. Deroghe al paradigma generale: cartolarizzazione mediante finanziamento e mediante fondo comune d'investimento alla luce delle novelle legislative – 4. Gli *asset backed securities* (ABS) nella cartolarizzazione – 4.1. La segmentazione del rischio di credito tramite la suddivisione degli ABS in *tranches* – 4.2. Il *rating* degli ABS come preconditione alla loro emissione e collocamento sul mercato – 4.3. L'inquadramento giuridico degli *asset backed securities* nell'ordinamento giusprivatistico italiano – 5. La (annosa) questione della separazione dei crediti nel patrimonio della SPV come strumento di protezione degli investitori – 6. La qualificazione giuridica dell'istituto: opinioni a confronto

1. I tratti generali dell'istituto: *ratio*, soggetti coinvolti, limiti e ruolo delle banche

La cartolarizzazione è l'insieme di più operazioni giuridico-economiche complesse e connesse aventi il fine di «convertire» una massa di attività illiquide in titoli collocabili tra gli investitori sul mercato.

Giova sin da subito chiarire come si tratti di uno strumento finanziario pensato, almeno nei suoi tratti più caratteristici, per la prima volta negli Stati Uniti durante gli anni '70 e a cui fu dato il nome di *securitization*¹.

È ovvio come questa collocazione spazio-temporale non sia casuale. Si sta infatti parlando di un ordinamento di *common law*, cioè con un diritto di matrice giurisprudenziale spiccatamente favorevole al *business* e alle innovazioni economiche, nonché di un periodo storico in cui le grandi banche americane necessitavano di uno strumento idoneo a smobilizzare i mutui fondiari precedentemente concessi, per poter far fronte, senza indebitarsi, alla sempre più crescente domanda di mutui ipotecari. Tra l'altro, il ricorso alla *securitization* fu sin da subito incentivato da numerosi organi statali e parastatali statunitensi, cosa che non avvenne nel Vecchio Continente.

La tardività con cui questo strumento arrivò in Europa è dovuta sicuramente alla diffidenza degli operatori finanziari verso le novità provenienti da oltre oceano e all'arretratezza degli istituti privatistici tradizionali, difficilmente compatibili con una operazione finanziaria così complessa quale quella di cartolarizzazione. Non solo: un grande ostacolo fu anche l'assenza di omogeneità giuridica tra gli ordinamenti dei vari Stati continentali, accomunati dal solo fatto di appartenere alla tradizione di *civil law*.

¹ Andando ancora più indietro nel tempo, si può affermare che le operazioni di *securitization* statunitensi vedono il loro primordiale antenato, almeno da un punto di vista prettamente concettuale, nelle c.d. cartelle rappresentative di mutui ipotecari, emesse in Prussia già nel corso del 1800.

In virtù di quanto detto, non deve stupire che il primo paese a fare propria l'esperienza della *securitization* statunitense fu un altro ordinamento di *common law*, ossia l'Inghilterra, negli anni '80.

Per quanto riguarda l'Italia, la regolamentazione delle operazioni di cartolarizzazione si deve alla legge 30 aprile 1999, n. 130, più volte emendata nel corso degli anni, che ha eliminato, derogando ad alcuni principi civilistici generali, quelle barriere normative che ostacolavano la possibilità per gli operatori finanziari italiani di ricorrere alla *securitization*.

Certa dottrina fa tuttavia notare come le imprese assicurative e bancarie italiane utilizzassero questa tecnica finanziaria anche antecedentemente all'entrata in vigore della l. 130/1999, tramite alcuni complessi e costosi *escamotages*, ad esempio rivolgendosi ad una *special purpose vehicle* (SPV) appositamente costituita all'estero².

In definitiva, il legislatore del 1999 ha il grande merito di aver raccolto una sollecitazione proveniente dal mondo dell'economia e della finanza, adeguandosi così a quella che ormai è una prassi e cioè di essere sempre più spesso chiamato ad intervenire solo laddove l'autonomia privata risulti ostacolata nella sua attività creativa e innovativa del diritto. Non quindi un legislatore che regola *ex novo*, ma che si limita a rimuovere gli impedimenti giuridici che l'ordinamento, rigido e caratterizzato da particolarismo, ha posto all'autonomia privata³.

Parlare di cartolarizzazione al singolare è sicuramente impreciso poichè, innanzitutto, ne sono state disciplinate ben tre diverse tipologie dal legislatore, ma anche perchè ogni operazione di *securitization* è *sui generis*, cioè può differire per la natura del prodotto, per i modelli contrattuali utilizzati, per l'architettura giuridica o per le garanzie concesse agli investitori. La legge ha infatti lasciato ampio spazio all'autonomia e alla fantasia dei soggetti coinvolti, così da permettere loro di strutturare l'operazione nella maniera che ritengono più conveniente ed idonea.

Quel che fa la l. 130/1999 è quindi fornire agli operatori un modello generale di cartolarizzazione, ossia quella mediante cessione dei crediti, e due forme alternative, cioè la *securitization* mediante finanziamento ovvero mediante fondo comune di investimento, che il legislatore si è limitato a riconoscere, disponendo l'applicabilità a queste, ove compatibili, delle regole generali dettate per la cartolarizzazione mediante cessione⁴.

Le ragioni per le quali si è resa necessaria la l. 130/1999, oltre a quelle predette, sono esplicitate nella Relazione al relativo disegno di legge, in cui viene evidenziata l'esistenza, in Italia, di adeguate masse di crediti cartolarizzabili nei settori del credito ipotecario, del *leasig* e del credito al consumo, dove sono presenti attivi che, per dimensione e caratteristiche finanziarie, sono idonei alla realizzazione delle operazioni in questione.

Il medesimo documento segnala inoltre la prossimità, per gli intermediari creditizi e finanziari, al raggiungimento dei limiti operativi loro consentiti dal patrimonio di cui sono dotati. Infine, mette in evidenza la necessità di migliorare la redditività degli

² In tal senso, VICARI, *Cartolarizzazione dei crediti e credit linked notes: oscillando tra trust e contratto*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2000, p. 533.

³ CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002, p. 3.

⁴ Per completezza va inoltre sottolineato come accanto (e in deroga) ai modelli *ex l. 130/1999* vi sia la c.d. cartolarizzazione pubblica, regolata da una miriade di fonti, statali e regionali, tra cui vanno ricordate le basilari indicazioni normative *ex artt. 13 e 15 l. 448/1998*. Questo quarto *genus*, il cui primo utilizzo è addirittura precedente alla pubblicazione della l. 130/1999, consente la cartolarizzazione di crediti detenuti da enti pubblici e, in particolare, da istituti previdenziali, attraverso modalità diverse e spesso più innovative di quelle *ex l. 130/1999*. In tal senso, TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione*, Padova, 2003, p. 87.

intermediari di cui sopra, riducendo l'attivo dello stato patrimoniale e liberando risorse finanziarie che possono essere reinvestite. Ciò è possibile, prosegue la Relazione, dando sistemazione ai crediti inesigibili (tra cui i noti *non performing loans*), per approntare prontamente liquidità ad intermediari in difficoltà e segregare giuridicamente categorie problematiche di attivo.

Prima di analizzare nel dettaglio le tre architetture giuridiche delineate dalla l. 130/1999, è necessario soffermarsi sui principali soggetti che partecipano attivamente all'operazione.

L'*originator* è la persona giuridica che fornisce l'*input* iniziale alla cartolarizzazione, essendo il soggetto che ha in portafoglio gli *assets* che dovranno essere convertiti, per mezzo di una società veicolo di norma costituita *ad hoc*, in titoli collocabili sul mercato, denominati *asset-backed securities* (ABS).

Parlare di «conversione» non è del tutto corretto poichè tale termine porta inevitabilmente a pensare ad una trasformazione di natura quasi alchemica dei primi nei secondi, quando invece ciò che avviene è, almeno nel modello standard di *securitization*, la creazione di un titolo di debito il cui andamento e remunerazione dipendono proprio da quegli *assets* che l'*originator* ha inteso smobilizzare tramite l'operazione *de quo*.

In prima approssimazione, è possibile definire *assets* cartolarizzabili tutti i crediti pecuniari, esistenti o futuri, e individuabili in blocco, che fanno parte del patrimonio dell'*originator*.

La l. 130/1999 non pone limiti specifici, nè oggettivi nè soggettivi, in merito a quali persone giuridiche possono assumere la veste di *originator*, sempre nell'ottica di lasciare la massima libertà possibile agli operatori finanziari. Si può dire che, di norma, ricorrono alla cartolarizzazione dei propri crediti gli istituti bancari, le grandi imprese, le multinazionali, le compagnie assicurative, le società finanziarie e non solo⁵.

Osservando l'esperienza italiana ed estera, appare evidente come i soggetti che pongono maggiormente in essere tale operazione siano le banche, poichè detengono nel loro bilancio una gran quantità di diritti di credito, spesso di natura omogenea e a medio/lunga scadenza, quali prestiti commerciali, finanziamenti al consumo, *non performing loans*, mutui ipotecari e fondiari, che ben si prestano alla cartolarizzazione. Ciò è invero abbastanza prevedibile, se si considera la principale funzione degli istituti bancari all'interno della società: fornire immediata liquidità a imprese e privati, dietro la corresponsione di opportune garanzie ed interessi.

Vale la pena focalizzarsi ora sulle due macrocategorie di *assets* utilizzabili per le operazioni di *securitization*: crediti *in bonis* e *non performing loans* (NPL).

I primi rappresentano rapporti giuridici in cui la banca assume la veste di creditore nei confronti di soggetti che sono economicamente in grado di far fronte regolarmente all'onere del rimborso, conformemente alle modalità e ai termini che sono stati prefissati nel contratto iniziale.

Di contro, i secondi identificano i crediti deteriorati o in sofferenza, cioè quei negozi giuridici in cui il debitore dell'istituto finanziario si trova in gravi difficoltà economiche, in stato di crisi o anche di insolvenza. Nulla vieta, tra l'altro, che questi

⁵ Rispetto agli anni precedenti alla crisi dei mutui *subprime* del 2007, in cui l'uso distorto e irresponsabile della *securitization* ha avuto il ruolo di concausa scatenante, oggi sono maggiori le attenzioni riservate all'istituto dagli organi nazionali e comunitari. Giova sin da subito anticipare l'importanza del regolamento UE 2402/2017, con il quale il legislatore sovranazionale ha inteso creare uno schema generale per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, al fine di evitare, attraverso tutta una serie di obblighi di *due diligence* per i soggetti coinvolti, nuovi periodi di sofferenza per i mercati e, di conseguenza, per l'economia reale.

soggetti siano addirittura assoggettati a procedure concorsuali, se imprenditori commerciali, ovvero al procedimento di esdebitazione, se privati cittadini.

Affinchè l'operazione abbia complessivamente successo, è opportuno, nonché obbligatorio, che il *pool* crediti da cartolarizzarsi risponda ad alcuni requisiti formali e sostanziali, ricavabili da una lettura attenta della l. 130/1999 ed in particolare della sua disposizione iniziale⁶.

In primis, l'individuabilità in blocco, cioè deve essere un portafoglio di *assets* caratterizzato da omogeneità giuridica e finanziaria, intesa come appartenenza al medesimo genere, e da predeterminabilità. È la stessa Banca d'Italia che ha definito i rapporti giuridici individuabili in blocco come «*quei crediti, debiti e contratti che presentano un comune elemento distintivo che può rinvenirsi nella forma tecnica, nei settori economici di destinazione, nella tipologia della controparte, nell'area territoriale e in qualunque altro elemento comune che consenta l'individuazione del complesso dei rapporti ceduti*»⁷.

La definizione di cui sopra è utile ma non sufficiente. Autorevole dottrina afferma infatti come l'estremo dell'individuabilità in blocco «*non possa ritenersi soddisfatto dall'esistenza di un qualunque carattere comune tra i diversi crediti oggetto di cessione. È viceversa necessario che tra i rapporti che vengono aggregati per essere ceduti intercorra un elemento che ne individui un profilo di convergenza, o meglio un criterio di identificazione unitaria, prima ancora che sul versante giuridico (giacchè l'individuabilità in blocco è requisito della cartolarizzazione), su quello tecnico-finanziario*»⁸. Un esempio di una massa di crediti omogenei ed individuabili in blocco potrebbe essere un portafoglio di mutui concessi dalla medesima banca ad un numero consistente di privati cittadini per l'acquisto della prima casa e garantiti tutti da ipoteca sulla stessa.

Tra l'altro, è interessante notare come l'identificabilità in blocco dei rapporti ceduti consenta l'applicabilità dell'art. 58 d.lgs. 385/1993 (noto anche come testo unico bancario, c.d. TUB), che ritiene adempiuti gli oneri di pubblicità legale con la semplice pubblicazione della cessione in Gazzetta Ufficiale e iscrizione della stessa nel registro delle imprese.

Altro requisito richiesto per poter cartolarizzare un portafoglio di crediti è che questi siano esistenti, cioè relativi a rapporti giuridici per i quali non sussistano condizioni sospensive o risolutive alla nascita del credito stesso, ovvero futuri.

Il *genus* dei crediti futuri ha sin da subito creato rilevanti problemi interpretativi, poichè il legislatore non ne ha chiarito il significato e quindi parte degli operatori hanno inizialmente ritenuto applicabile la disciplina tradizionale sulla cessione di crediti futuri, data dal combinato disposto tra gli artt. 1260 ss. c.c. e 1346 c.c., secondo cui l'effetto traslativo del credito futuro si perfeziona solo quando questo viene ad esistenza, così come specificato anche da una nota pronuncia pretoria⁹.

Da questa giurisprudenza traeva sostentamento l'opinione secondo cui potevano essere ritenuti crediti futuri, e quindi cedibili, le sole ipotesi nelle quali, al momento della cessione, fosse già venuto ad esistenza il rapporto giuridico dal quale sarebbe poi sorto il credito oggetto della cessione medesima.

Altri operatori ritenevano invece applicabile una disciplina meno restrittiva, nata da un orientamento pretorio che riteneva cedibili anche quei crediti derivanti da rapporti non ancora sorti ma ragionevolmente identificabili mediante un riferimento

⁶ Giova inoltre puntualizzare come sarà sempre sulla base di tali caratteristiche che saranno individuati, nella fase preliminare di studio e progettazione dell'intera operazione, i crediti che andranno ceduti al veicolo e cartolarizzati.

⁷ Così, Bollettino di vigilanza della Banca d'Italia n. 7/2001, consultabile per intero in www.bancaditalia.it.

⁸ TROIANO, *op. cit.*, p. 123.

⁹ In tal senso, Cass. civ. sentenza n. 3099/1995, in *Foro it.*, 1995.

temporale al momento della venuta ad esistenza delle obbligazioni ad essi relative, alle controparti debentrici e all'entità del valore di questi futuri e «sperati» rapporti¹⁰. Intervenne infine il legislatore con una disciplina ancora più flessibile, contenuta nel Decreto del Ministro del tesoro del 4 aprile 2001, secondo cui per «credito futuro cedibile» si intendono tutti i crediti non ancora esistenti ma potenzialmente idonei a sorgere dall'ordinaria attività imprenditoriale svolta dal cedente. In tale documento manca qualsiasi riferimento a limitazioni di carattere temporale, quindi potrebbero essere potenzialmente ceduti anche i crediti futuri nascenti da contratti stipulati oltre i ventiquattro mesi.

Sin da ora appare evidente come le connessioni tra l'istituto della cessione dei crediti *ex art. 1260 ss c.c.* e le operazioni di *securitization* siano radicate e molteplici, infatti il contratto in questione rappresenta l'antecedente logico-giuridico necessario senza il quale non potrebbe esistere il modello generale di cartolarizzazione, e cioè quella mediante cessione.

Altra caratteristica necessaria del portafoglio di crediti dovrà essere la natura pecuniaria degli *assets* che lo costituiscono, cioè questi devono avere ad oggetto la prestazione di una somma di danaro. Rimangono perciò escluse tutte le posizioni attive in capo all'*originator* che consistano in prestazioni di fare o di dare, se il bene dedotto in obbligazione è cosa diversa dal denaro.

Tra l'altro, affinché l'operazione risulti economicamente conveniente, assume rilevanza fondamentale il fatto che la massa di crediti da cartolarizzarsi consista in un *quantum* notevole e, inoltre, che gli *assets* da cartolarizzarsi siano rapporti creditizi con una «vita» residua medio-lunga, superiore ai dodici o meglio ai ventiquattro mesi.

La ragione sta nel fatto che tali negozi generano, o quantomeno dovrebbero generare, un flusso di liquidità costante, duraturo e prevedibile, che permetterà una migliore remunerazione dei titoli di cui sono il sottostante. Di contro, se tali *assets* non fossero cartolarizzati, l'istituto bancario o finanziario si ritroverebbe nel bilancio una massa di crediti a medio-lunga scadenza che generano flussi sì costanti, ma non particolarmente remunerativi, soprattutto nel breve termine, e quindi praticamente inutili per le sue esigenze.

È facilmente intuibile come sarà più facile collocare sul mercato titoli alla cui base vi siano crediti *in bonis*, poichè saranno accompagnati da un *rating* qualitativamente migliore che li renderà maggiormente appetibili per gli investitori. Per ovviare alla naturale difficoltà del collocamento sul mercato di ABS basati su crediti futuri, in odore di insolvenza o comunque difficilmente esigibili, le banche hanno elaborato diversi strumenti finanziari finalizzati a contenerne il rischio di insolvibilità, tra cui il *credit default swap* o il *credit enhancement*, entrambi ascrivibili al *genus* degli strumenti derivati. Non si deve poi trascurare la possibilità di porre in essere operazioni di auto-cartolarizzazione, che eliminano alla base il problema della collocazione dei titoli sul mercato¹¹.

La ragione principale che induce gli *originators*, in particolare se banche, a ricorrere ad operazioni di *securitization* è che queste consentono di ridurre notevolmente il rischio economico e il rischio finanziario, incognite che sono ontologicamente connesse con l'attività bancaria.

¹⁰ Così, Cass. civ. sentenza n. 4040/1990, in *Foro it.*, 1991. Ovviamente, la determinabilità dei crediti futuri doveva seguire un principio di ragionevole prevedibilità della loro futura venuta ad esistenza, sulla base di analisi previsionali realistiche e condotte scientificamente.

¹¹ Per una analisi più dettagliata di questi strumenti si veda il proseguimento della trattazione e, in particolare, il § 2.3.

Il primo si compone del rischio di credito e di mercato. Con rischio di credito si indica il pericolo che i debitori dell'istituto non adempiano, *in toto* o in parte, alle loro obbligazioni, risultando insolventi e provocando così un danno patrimoniale alla controparte.

Indice fondamentale del grado di affidabilità di un credito è il valore di presumibile realizzo, cioè il *quantum* che si ritiene di poter verosimilmente ottenere dallo stesso. Questo si calcola partendo dal valore nominale del credito, a cui vengono sottratti il valore di sconti, ribassi e abbuoni che si pensa di concedere al debitore. Inoltre, il valore nominale deve essere ridotto anche in base al (ragionevole e ragionato) timore di eventuali insolvenze.

Nel bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa, il credito è sempre iscritto sulla base del presumibile valore di realizzo, ai sensi dell'art. 2426, n. 8, c.c.

Con la cartolarizzazione mediante cessione l'*originator* elimina l'attività cartolarizzata dal bilancio e trasferisce così il rischio di insolvenza dei suoi debitori al mercato, o meglio a coloro che sottoscriveranno il prodotto dell'operazione.

Il trasferimento di tale rischio dall'impresa bancaria agli investitori ha effetti positivi anche per quanto riguarda il coefficiente di solvibilità, che mira a garantire l'adeguatezza patrimoniale delle banche in relazione al rischio creditizio da esse sostenuto. È espresso con una percentuale e si ricava dal seguente rapporto:

$$\text{Coefficiente di solvibilità} = \frac{\text{patrimonio di vigilanza}}{\text{attività ponderate per il rischio (RWA)}}$$

Il numeratore rappresenta la quantità di capitale che ogni banca deve detenere per soddisfare i requisiti di vigilanza prudenziale previsti dalle linee guida redatte dal Comitato di Basilea e contenute nel documento denominato «Basilea III»¹².

Nel patrimonio di vigilanza sono compresi il capitale sociale, l'utile non distribuito, le riserve, gli elementi positivi. Di contro, le principali componenti del denominatore sono il rischio di credito, il rischio di mercato ed il rischio operativo. La percentuale minima del coefficiente di solvibilità che deve essere rispettata dagli intermediari è dell'8%, così come disposto dagli Accordi di Basilea II e di Basilea III.

È evidente come cartolarizzando una quantità rilevante di crediti si riduca il rischio di credito e, in tal modo, la situazione patrimoniale e contabile dell'*originator* risulterà ottimizzata, con la conseguenza che migliorerà anche il suo *rating*.

Venendo ora al rischio di mercato, che fa sempre parte della categoria del rischio economico, si può dire che esso sia dipendente dall'oscillazione dei tassi di interesse e dei rapporti di cambio.

La variazione improvvisa dei primi può avere conseguenze notevoli sull'equilibrio dell'istituto bancario, in particolare per quanto riguarda il rapporto, detto *gap*, tra attività e passività.

È indubbio come il ricorso alla *securitization* consenta di incidere indirettamente anche su tale rapporto. L'operazione in parola infatti modifica la struttura dello stato

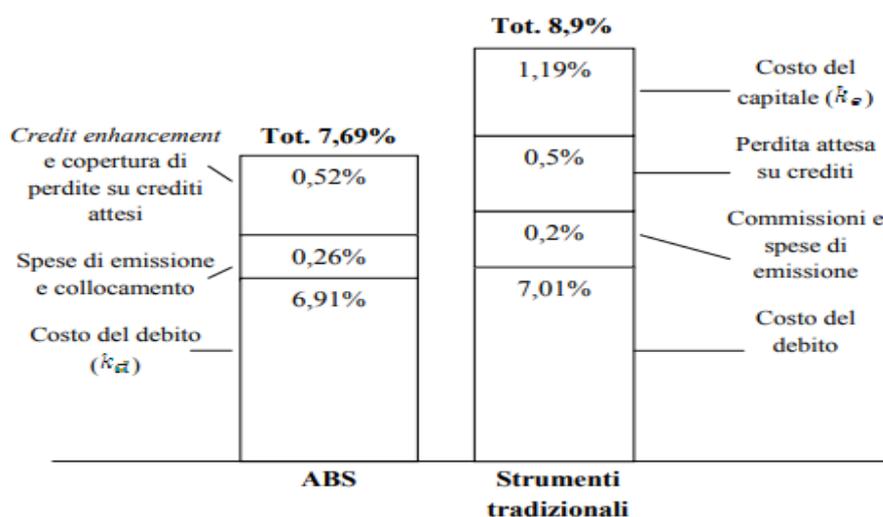
¹² A seguito della grave crisi economica del 2007-2008, il Comitato di Basilea sulla supervisione bancaria, organismo che si occupa di definire standard internazionali per la regolamentazione prudenziale del settore bancario, ha introdotto regole più stringenti rispetto al passato, con l'obiettivo di rafforzare i requisiti di capitale a fronte delle esposizioni connesse alle operazioni di cartolarizzazione, di potenziare i meccanismi di controllo interno ed esterno e di favorire la corretta informazione al mercato. Le indicazioni in tal senso sono confluite in vari documenti, tra cui si ricorda uno dei più importanti e recenti ossia quello denominato «Basilea III», entrato in vigore in tutte le sue parti a partire dal 2018-2019. Il Comitato non legifera ma formula standard e linee guida, le quali sono considerate vincolanti in oltre cento Stati e, anche ove non lo siano, rivestono un'autorevolezza tale che le banche e gli istituti finanziari si adeguano alle stesse volontariamente.

patrimoniale della banca, permettendole di «liberarsi» di *assets* positivi non particolarmente remunerativi, rendendo così l'istituto finanziario meno sensibile ad eventuali fluttuazioni dei tassi.

Il rischio finanziario attiene invece alla possibilità che l'impresa bancaria non riesca a mantenere, nel breve termine, un equilibrio tra flussi finanziari in entrata e in uscita, con la conseguenza che avrà problemi di liquidità e di solvibilità. A tal proposito, uno degli effetti del trasferimento alla società veicolo di un portafoglio di crediti, dietro pagamento di un prezzo, è che l'*originator* (la banca, nel nostro esempio) otterrà come remunerazione una somma di denaro liquido e concretamente impiegabile, a differenza degli *assets* ceduti.

Si configura quindi la possibilità di utilizzare la *securitization* anche come mezzo di raccolta di finanziamenti, alternativo rispetto agli strumenti tipici, quali i prestiti obbligazionari. Tra l'altro, come sottolinea la dottrina e come si può notare dalla seguente figura, la cartolarizzazione è normalmente molto meno onerosa per l'*originator* rispetto agli istituti tradizionali di raccolta del capitale¹³.

Fig. 1¹⁴:



Sin da queste battute iniziali, appare piuttosto evidente come predisporre un'operazione di *securitization* sia molto complesso, sia dal punto di vista economico che giuridico. Per questo motivo è piuttosto frequente che l'*originator* dia mandato per la pianificazione della stessa al c.d. *arranger*, soggetto altamente specializzato che si occuperà *in primis* di selezionare i crediti da cartolarizzare e *in secundis* di strutturare nel modo più conveniente possibile le varie fasi dell'operazione.

Di norma l'*arranger* corrisponde ad una banca d'investimento o a un gruppo di professionisti del settore, soggetti che, per la buona riuscita della *securitization*, sono obbligatoriamente tenuti a collaborare con l'*originator* stessa e con la *special purpose vehicle*.

Il legislatore italiano, dopo aver studiato l'esperienza internazionale, ha scelto di incentrare il modello di SPV sulla figura di *special purpose vehicle* angloamericana, seppur con una rilevante differenza: secondo la l. 130/1999 una stessa società veicolo può svolgere anche più operazioni di cartolarizzazione, a differenza della SPV

¹³ In tal senso, MAURO, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Milano, 2010, p. 5.

¹⁴ Figura tratta da: DE ANGELIS-ORIANI, *Securitization dei crediti bancari*, Milano, 2002, p. 172.

angloamericana, che integra un mero veicolo finanziario finalizzato a realizzare l'isolamento di un solo portafoglio crediti da destinare esclusivamente al rimborso dei titoli emessi per finanziarne l'acquisto.

La SPV, spesso istituita *ad hoc* dallo stesso *originator*, è chiamata anche società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli ed è essenzialmente il *deus ex machina* dell'intera operazione, soprattutto nella meccanica della *securitization* mediante cessione e in quella mediante finanziamento. Manca invece nella cartolarizzazione mediante fondo comune di investimento.

L'elemento che la contraddistingue da qualsiasi altra forma sociale è che deve avere come oggetto esclusivo la realizzazione di una o più delle operazioni in parola. Non è infatti un caso che molto spesso la SPV sia definita come persona giuridica meramente strumentale alla *securitization*.

Costituisce questione dibattuta, nel caso in cui la società cessionaria e quella emittente i titoli non corrispondessero¹⁵, se l'onere di esclusività dell'oggetto sociale sia imposto ad entrambe ovvero solo all'emittente.

Dal punto di vista grammaticale e sintattico l'art. 3, comma 1°, l. 130/1999, in cui si legge che «*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*», non è chiaro, infatti la particella disgiuntiva «o» farebbe propendere per la seconda interpretazione, mentre il verbo al plurale «hanno» per la prima.

Quest'ultima lettura sembra da preferirsi poichè altrimenti si avrebbe una società cessionaria che potrebbe svolgere, oltre alla funzione di veicolo, qualsiasi altro tipo di attività, senza alcun limite d'oggetto. Tale conclusione risulterebbe infatti incoerente con la previsione *ex art.* 106 d.lgs 385/1993 (TUB), che impone a tutte le società che, in qualsiasi forma, esercitano attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico (categoria alla quale appartiene anche la cartolarizzazione), di avere oggetto sociale limitato allo svolgimento di attività finanziarie¹⁶. Tra l'altro, a mio avviso, questa ricostruzione risulta anche maggiormente garantista dei diritti di coloro che hanno sottoscritto i titoli cartolarizzati.

Proseguendo, il ruolo della *special purpose vehicle*, benchè strumentale, è fondamentale poichè consente il concreto distacco dei crediti ceduti dal bilancio del cedente e, contemporaneamente, pone coloro che investono nei titoli al riparo dal rischio connesso all'attività imprenditoriale svolta dall'*originator*.

Scendendo maggiormente nei dettagli: in virtù del trasferimento dei crediti dall'*originator* al veicolo, sui soggetti che sottoscrivono i titoli cartolarizzati grava esclusivamente il rischio di insolvenza del portafoglio di *assets* posto alla base dell'operazione e non anche, ad esempio, il pericolo dell'eventuale dissesto del cedente.

Giova tuttavia sottolineare come non sia sempre giuridicamente corretto identificare la *special purpose vehicle* quale cessionaria, infatti la cessione vera e propria dei crediti dal patrimonio dell'*originator* a quello della SPV si realizza solo nella *securitization* mediante cessione e non nel modello di cartolarizzazione mediante finanziamento *ex art.* 7 comma 1°, lett. a), l. 130/1999.

L'art. 3, comma 3°, l. 130/1999 dispone espressamente che la cessionaria e l'emittente, se diversa, debbono necessariamente assumere le forme di società di

¹⁵ È opportuno notare infatti come molto spesso, nella prassi, la società veicolo si occupi solamente di acquisire dall'*originator*, dietro pagamento di un prezzo, il portafoglio di crediti, mentre invece si occuperà dell'emissione e del collocamento sul mercato dei titoli un soggetto diverso, chiamato emittente.

¹⁶ Di questa opinione, GALLETTI-GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002, p. 54.