

Febbraio 2019

Le nuove disposizioni in materia di CDO

Luciano Morello, Partner, Roberto Trionte, Lawyer, Edoardo Brugnoli, Trainee Lawyer, DLA Piper

1. Introduzione

La Legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti (la “**Legge sulla Cartolarizzazione**”) è stata negli ultimi anni oggetto di numerose modifiche da parte del legislatore, volte principalmente a prevedere nuove tipologie di operazioni di cartolarizzazione. Queste nuove strutture, che si affiancano allo schema tipico della cessione dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ben si adattano alla realtà economica italiana degli ultimi anni, caratterizzata (da una parte) da una notevole presenza di *non-performing loans* e (dall’altra) dalla difficoltà per le piccole e medie imprese di ottenere nuova finanza tramite il tradizionale canale bancario.

Tra le nuove tipologie di operazione previste dai recenti interventi normativi volti anche ad aprire nuove modalità di *funding*, una delle più rilevanti è sicuramente il c.d. *collateralized-debt-obligation* (CDO). Infatti, analogamente a quanto avviene sui mercati anglosassoni, è stata introdotta la possibilità di cartolarizzare (non solo crediti pecuniari, ma) anche obbligazioni e titoli similari.

Nonostante le recenti previsioni e l’interesse che è stato generalmente manifestato verso questa nuova struttura, ad oggi il mercato dei CDO ha assistito alla realizzazione di poche operazioni, e la maggior parte di queste hanno coinvolto principalmente *players* presenti nel settore *energy*. Una delle ragioni principali è stata la presenza nel nostro ordinamento di ostacoli di natura giuridica, che hanno notevolmente limitato la diffusione di tale strumento.

Il legislatore sembra ora aver accolto le esigenze (e le richieste) espresse dagli operatori di mercato, inserendo l’art. 1, co. 1090 nella L. 145/2018 (la “**Legge di Bilancio**”), attraverso cui ha modificato la Legge sulla Cartolarizzazione¹ e, *inter alia*, semplificato le operazioni di CDO, agevolandone ulteriormente il possibile sviluppo sul mercato.

¹ In particolare, la Legge di Bilancio ha modificato l’art. 1, co. 1-bis della Legge sulla Cartolarizzazione come segue: “La presente legge si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni e titoli similari ovvero cambiali finanziarie, esclusi comunque

In particolare, le nuove previsioni hanno rimosso alcuni dei principali ostacoli alla diffusione di tali tipologie di operazioni, consentendo alle piccole e medie imprese la possibilità di accedere a canali di finanziamento diversi ed innovativi, e creando nuove opportunità per gli investitori.

2. Panoramica della normativa italiana in materia di CDO e delle modifiche della Legge di Bilancio

Normativa italiana di riferimento

La disciplina dei CDO è contenuta nell'art. 1, co. 1-*bis*, della Legge sulla Cartolarizzazione, introdotto con decreto legge del dicembre 2013 (convertito in legge nel febbraio del 2014). In particolare, ai sensi di tale disposizione, le operazioni di cartolarizzazione possono essere realizzate “*mediante la sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie [...]*” da parte delle società di cartolarizzazione (“**SPV**”).

Tale normativa andrebbe letta congiuntamente alla disciplina dei c.d. *minibond*, che ha facilitato, attraverso semplificazioni dal punto di vista fiscale e civilistico, l’emissione di obbligazioni da parte delle piccole e medie imprese in Italia.

La combinazione di queste due discipline apre la strada ad una nuova, e per certi versi innovativa, fonte di finanziamento delle piccole e medie imprese nel mercato italiano.

Nuove previsioni della Legge sulla Cartolarizzazione in materia di CDO introdotte dalla Legge di Bilancio

Fino ad oggi, però, questo meccanismo di finanziamento era di fatto accessibile (quasi) esclusivamente per le società per azioni (S.p.A.). Infatti, la disciplina del codice civile (art. 2483 c.c.) relativa all’emissione di titoli di debito da parte delle società a responsabilità limitata (S.r.l.) ha finora costituito un limite intrinseco alla realizzazione di cartolarizzazioni aventi ad oggetto tali titoli di debito. L’ostacolo più grande era costituito dalla previsione secondo cui tali titoli di debito potessero essere sottoscritti esclusivamente da “*investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali*”, dal momento che le SPV - pur essendo investitori qualificati - non rientrano in questa definizione.

titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società di cartolarizzazione. Nel caso di operazioni realizzate mediante sottoscrizione o acquisto di titoli, i richiami ai debitori ceduti si intendono riferiti alla società emittente i titoli. Nel caso in cui i titoli emessi dalla società di cartolarizzazione siano destinati a investitori qualificati ai sensi dell’articolo 100 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, i titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da una società di cartolarizzazione possono essere emessi anche in deroga all’articolo 2483, secondo comma, del codice civile e il requisito della quotazione previsto dall’articolo 2412 del medesimo codice si considera soddisfatto rispetto alle obbligazioni anche in caso di quotazione dei soli titoli emessi dalla società di cartolarizzazione”.

Le nuove disposizioni introdotte dalla Legge di Bilancio hanno previsto un'eccezione alle rigide disposizioni codicistiche, stabilendo che nel caso in cui i titoli emessi dalla SPV (ossia i CDO) siano destinati a investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), i titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da tale SPV nell'ambito (e per la realizzazione) della cartolarizzazione possono per l'appunto essere emessi anche in deroga all'articolo 2483, secondo comma, del codice civile². È quindi ora consentito alle SPV realizzare operazioni di cartolarizzazione mediante la sottoscrizione di titoli di debito.

In aggiunta a quanto sopra, sempre nel caso in cui i titoli emessi dalla SPV siano destinati a investitori qualificati, è stata inserita un'ulteriore semplificazione che interessa le S.p.A., applicabile alle cartolarizzazioni CDO aventi ad oggetto obbligazioni. In particolare, è stato previsto che il requisito della quotazione previsto dall'articolo 2412 c.c. (richiesto affinché la S.p.A. possa emettere obbligazioni oltre il limite civilistico del doppio del capitale sociale e delle riserve) si considera soddisfatto rispetto alle obbligazioni (sottoscritte dalla SPV nell'ambito di una cartolarizzazione) anche in caso di quotazione dei soli titoli (CDO) emessi da tale SPV.

3. Principali impatti delle ultime evoluzioni normative in materia di CDO

I recenti interventi normativi sopra descritti potranno avere impatti rilevanti per le società italiane e per lo sviluppo dei CDO in Italia.

Società a responsabilità limitata

Innanzitutto, è consentito ora anche per le S.r.l. emettere titoli di debito destinati ad essere sottoscritti da SPV nell'ambito di operazioni di CDO e, pertanto, accedere ad un canale alternativo di finanziamento.

Fino ad oggi, questo non era possibile ed era precluso alle S.r.l. prendere parte a queste tipologie di operazioni. Alternative erano la conversione della società da S.r.l. a S.p.A., ovvero la strutturazione dell'operazione da un punto di vista legale in modo tale da consentire - al ricorrere dei relativi presupposti - l'applicazione di determinate discipline speciali (si pensi ad esempio alla normativa in materia di *project bond*).

Società per azioni

Per quanto riguarda le S.p.A., l'impatto della nuova normativa ha (almeno) una duplice portata.

² Secondo cui "I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima."

In primo luogo, soprattutto nei CDO aventi ad oggetto diverse (e numerose) obbligazioni, le nuove previsioni consentono un risparmio in termini di costi e tempistiche (non essendo più necessaria la quotazione di tutte le obbligazioni sottostanti).

In secondo luogo, la possibilità di emettere obbligazioni non quotate oltre i limiti quantitativi previsti dal codice civile (purché, come detto, i relativi titoli emessi dalla SPV siano invece quotati e destinati a investitori qualificati) consente di superare un disallineamento che si era creato tra la disciplina nazionale e quella comunitaria.

In particolare, le nuove previsioni adottate attraverso il Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio (il “**Regolamento STS**”) in tema di, *inter alia*, cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (c.d. “cartolarizzazioni STS”) hanno previsto che, ai fini della qualifica “STS” (e dei benefici che ne derivano), le cartolarizzazioni siano garantite da esposizioni sottostanti che “*non comprendono valori mobiliari [...], fatta eccezione per le obbligazioni societarie non quotate in una sede di negoziazione*”.

È evidente che, in mancanza della nuova disposizione introdotta dalla Legge di Bilancio, sarebbe stato possibile partecipare a CDO “STS” soltanto per quelle S.p.A. che (non quotando le relative obbligazioni) avessero emesso sotto ai limiti codicistici o che fossero riuscite a rientrare in un’altra fattispecie di esenzione. Questo aveva un impatto (negativo) sia in termini di dimensione delle S.p.A. possibilmente interessate a questa tipologia di operazioni, sia in termini di *size* dell’operazione CDO.

A seguito delle nuove previsioni, pertanto, è stato notevolmente ampliato il novero delle S.p.A. a cui è consentito prendere parte in operazioni di CDO che siano anche conformi ai requisiti “STS”.

Operazioni di “basket bond”

Introducendo vantaggi sia per le S.p.A. che per le S.r.l., le nuove previsioni aprono la strada e facilitano la realizzazione di operazioni più complesse., fra cui (tra le più interessanti) vi è il c.d. “*basket bond*”.

Il primo *basket bond* in Italia è stato realizzato nel dicembre 2017, nell’ambito del quale la relativa SPV ha emesso un CDO avente come sottostante dieci prestiti obbligazionari con caratteristiche simili tra loro, emessi da società italiane aderenti alla piattaforma di Borsa Italiana denominata ELITE.

Grazie alle nuove disposizioni, sarà possibile realizzare con più facilità operazioni di questa tipologia.

Quotazione dei CDO su mercati regolamentati

Come detto, per le S.p.A. è stato previsto che il relativo requisito codicistico si considera soddisfatto rispetto alle obbligazioni (sottoscritte dalla SPV nell'ambito di una cartolarizzazione) anche in caso di quotazione dei soli titoli CDO emessi da tale SPV.

Questa fattispecie potrebbe avere come effetto quello di favorire e incentivare la quotazione dei CDO in mercati regolamentati, inclusi (auspicabilmente) anche i mercati nazionali.

In particolare, il mercato di Borsa Italiana destinato alla quotazione di, *inter alia*, *asset backed securities* (ABS) è il Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT); sono previsti, tra l'altro, i seguenti requisiti di quotazione³:

- (i) requisiti degli emittenti ABS (i bilanci degli emittenti ABS quotate devono essere corredati di un giudizio espresso da un revisore legale o una società di revisione);
- (ii) requisiti delle ABS (devono (a) essere oggetto di valutazione da parte di almeno un'agenzia di *rating*, (b) avere un valore nominale residuo di almeno 50 milioni di euro, (c) essere diffuse presso gli investitori in misura ritenuta adeguata da Borsa Italiana per soddisfare l'esigenza di un regolare funzionamento del mercato).

4. Principali vantaggi dei CDO per le società italiane e gli investitori

Anche alla luce delle modifiche introdotte dalla Legge di Bilancio, i CDO potrebbero comportare diversi benefici, sia per le società emittenti che per gli investitori, come di seguito brevemente riportato.

Vantaggi per le società emittenti italiane

Alcune società potrebbero ottenere finanziamenti anche nei casi in cui, trovandosi in una situazione di indebitamento o per altri motivi, non riescano a fornire direttamente agli investitori idonee garanzie. Gli investitori, infatti, potrebbero fare affidamento sulle garanzie connesse all'intera struttura della cartolarizzazione, circostanza ben diversa rispetto alle esposizioni esclusivamente verso la singola società emittente.

Vantaggi per gli investitori

Alcuni investitori istituzionali, come grandi fondi di investimento stranieri, interessati ad investire nei *minibond* emessi da società italiane troverebbero più semplice (e potenzialmente meno rischioso) esporsi in una singola e più grande transazione di CDO,

³ Per l'elenco esaustivo dei requisiti (nonché delle informazioni sull'operazione da comunicare a Borsa Italiana), si rinvia al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. e alle relative Istruzioni.

invece di procedere a *direct lending* verso le singole società sottoscrivendo i relativi prestiti obbligazionari.

5. Principali tematiche legali nelle operazioni di CDO

Le operazioni di CDO presentano alcune caratteristiche da un punto di vista legale di cui bisogna tenere conto nella realizzazione dell'operazione.

Numero di parti coinvolte

In considerazione del fatto che diverse società possono essere raggruppate ai fini della realizzazione di un CDO (si pensi ad esempio ai *basket bond*), queste operazioni possono essere caratterizzate da un elevato numero di emittenti (a differenza di una tipica operazione di cartolarizzazione in cui il cedente è generalmente una singola entità o pochi soggetti); questo può comportare una maggiore complessità (soprattutto in termini di tempi e negoziazioni) nell'operazione.

Security package

In considerazione della natura del soggetto *originator* (ossia le società emittenti ivi incluse, potenzialmente, piccole e medie imprese), un aspetto fondamentale delle operazioni di CDO è la realizzazione di un idoneo *set* di garanzie (c.d. *security package*).

In aggiunta alle tradizionali modalità di garanzia prestate in operazioni di cartolarizzazione, un ulteriore (e peculiare) strumento a beneficio dei portatori dei titoli potrebbe essere la possibilità di costituire forme di garanzia reciproche tra le varie società emittenti le obbligazioni (e da oggi anche i titoli di debito).

In particolare, si può prevedere che tali società emittenti depositino parte dei proventi derivanti dalle emissioni (ossia il prezzo di sottoscrizione corrisposto dalla relativa SPV) come *cash reserve*. I *minibond* oggetto delle predette emissioni rappresentano dunque il "collaterale" dell'operazione, coprendo le potenziali perdite inerenti alla stessa. Pertanto, nel caso in cui una delle società emittenti i *minibond* sottostanti non riesca ad effettuare uno o più pagamenti ai sensi del relativo prestito obbligazionario, la SPV sarà legittimata ad attingere dalla *cash reserve* depositata dalla società inadempiente. Laddove anche gli importi di questa *cash reserve* siano insufficienti, la SPV potrà, *pro rata*, attingere dalle *cash reserve* delle altre società emittenti le obbligazioni (o i titoli di debito) sottostanti all'operazione di cartolarizzazione, in conformità alle previsioni della documentazione legale relativa all'operazione.

Documentazione dei prestiti obbligazionari sottostanti

Un altro aspetto fondamentale di tale tipologia di operazione è la necessità di coordinare e allineare i termini e le condizioni dei *minibond* con quelli propri dei CDO.

Applicazione della regolamentazione europea in tema di cartolarizzazione

Si segnala infine che le (nuove) operazioni di CDO, al ricorrere di determinati requisiti (*in primis* il *tranching* del relativo rischio creditizio), sono soggette a partire dal 1 gennaio 2019 (al pari delle altre operazioni di cartolarizzazione) alle previsioni del Regolamento STS in materia di, *inter alia*, *retention rule* e requisiti di *due diligence*.

Tale previsioni non troveranno applicazione esclusivamente laddove non ricorrano i presupposti richiesti dal Regolamento STS, ovvero la relativa operazione ricada in una delle fattispecie di esenzioni ivi previste.

6. Conclusione

Le operazioni relative ai CDO rappresentano strutture finanziarie che consentono alle società italiane (incluse, in particolare, le piccole e medie imprese) di accedere ad un canale di finanziamento alternativo e innovativo. Considerando i recenti sviluppi normativi e l'interesse mostrato dagli operatori di mercato su tali operazioni, è plausibile prevedere una costante e crescente diffusione dei CDO in Italia.

Dal punto di vista dei *players* coinvolti (società emittenti e investitori), i CDO consentirebbero di beneficiare di molti vantaggi e costituiscono un efficace strumento per superare alcuni limiti - giuridici e/o operativi - ai fini dell'ottenimento di nuova finanza.

Va tuttavia rilevato che tali operazioni di cartolarizzazione presentano diverse peculiarità ed elementi critici, sia a livello giuridico che operativo, che il relativo *arranger* e consulente legale dovranno necessariamente tenere in considerazione nella fase di strutturazione del CDO.