



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

Facoltà di Giurisprudenza

Corso di Laurea Magistrale a ciclo unico in Giurisprudenza

MERITO DI CREDITO

E CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

Relatore:

Chiar.mo Prof. Daniele MAFFEIS

Correlatore:

Chiar.ma Prof.ssa Vera TAGLIAFERRI

Tesi di Laurea di:

Emanuele PRADELLA

Matricola n. 723450

Anno Accademico 2012-2013

## INDICE SOMMARIO

Indice sommario.....	I
Introduzione.....	IV

### CAPITOLO I

#### LA VALUTAZIONE DEL MERITO CREDITIZIO E L'EROGAZIONE DEL CREDITO

1. L'operazione di credito.....	2
2. Cenni storici: dal diritto romano alla nascita del sistema bancario creditizio.....	6
3. L'esercizio professionale dell'attività creditizia: banche, intermediari finanziari art. 106 TUB, istituti di microcredito ed istituti di pagamento.....	11
4. Le forme del credito e la causa di finanziamento.....	16
5. L'istruttoria di affidamento.....	24
6. La valutazione del merito creditizio delle persone fisiche.....	27
7. La valutazione del merito creditizio delle imprese.....	31
8. L'influenza degli accordi di Basilea sull'erogazione del credito.....	34
8.1. Il calcolo del <i>rating</i> con il metodo standardizzato.....	37
8.2. Il metodo dei <i>rating</i> interni (IRB).....	39

### CAPITOLO II

#### LA CARTOLARIZZAZIONE

1. La nascita negli Stati Uniti e la diffusione in Europa.....	43
--	----

2. L'uso fisiologico dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti.....	46
3. La situazione italiana: la prassi precedente alla legge 130/1999.....	50
4. In dottrina: il progetto di legge Rucellai.....	53
5. Il disegno di legge n. 5058 in tema di cartolarizzazione dei crediti, le osservazioni in dottrina e l'approvazione della legge 130/1999.....	55
6. Le successive modifiche e l'introduzione degli articoli 7-bis e 7-ter.....	59
7. L'incentivo a cartolarizzare per i primi due anni di vigore della legge.....	63

### **CAPITOLO III**

#### **LA LEGGE 130/1999 SULLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI**

1. I modelli di cartolarizzazione dei crediti contemplati dal legislatore.....	68
2. La cartolarizzazione mediante cessione di crediti a favore di una società veicolo....	71
2.1. Le caratteristiche dei crediti.....	75
2.2. Contratti di credito e loro attitudine a generare crediti cartolarizzabili.....	79
2.3. La cessione dei crediti a titolo oneroso e la costituzione in patrimonio separato.....	89
2.4. I profili fallimentaristici dell'operazione.....	94
2.5. L' <i>originator</i> e la società per la cartolarizzazione dei crediti.....	99
2.6. I titoli emessi come strumenti finanziari tipizzati ai fini fiscali.....	104
2.7. Il <i>rating</i> .....	107
2.8. Il <i>servicer</i> e l'emittente.....	111
2.9. <i>Credit enhancement</i> .....	116
2.10. Il prospetto informativo.....	119
2.11. La "straordinarietà" della cessione dei crediti acquistati e "l'ordinarietà" del reinvestimento dei fondi non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli.....	123
3. La cartolarizzazione mediante erogazione di un finanziamento.....	126
4. La cartolarizzazione mediante fondo comune di investimento.....	130

## CAPITOLO IV

### PATOLOGIE E PROSPETTIVE

1. L'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti e la crisi dei mutui <i>sub-prime</i> .....	137
2. Il ruolo della cartolarizzazione dei crediti nell'evoluzione del modello <i>originate to hold in originate to distribute</i> .....	144
3. Il contesto della degenerazione del modello OTD.....	147
4. Basilea II e trasferimento del rischio di credito.....	151
5. I recenti interventi legislativi di contrasto alla crisi e all'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti.....	154
6. Sull'opportunità o meno di porre un limite alla cartolarizzazione.....	164
7. Cartolarizzazione dei crediti alle PMI e ripresa economica.....	172

### APPENDICI

I. Schema di disegno di legge per la cartolarizzazione (Progetto Rucellai).....	176
II. Disegno di legge n. 5058 "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti" .....	180
III. Legge 30 aprile 1999, n. 130 "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti" pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 111 del 14 maggio 1999.....	184
IV. Allegato VII al Reg. 809/2004/CE.....	189
V. Allegato VIII al Reg. 809/2004/CE.....	196

<b>Bibliografia</b> .....	201
<b>Sitografia</b> .....	212

## INTRODUZIONE

Nel corso della storia il credito ha progressivamente assunto un ruolo di primo piano nell'ambito non solo della produzione ma anche dei consumi, al punto che recentemente il legislatore italiano ha introdotto nel Testo Unico Bancario (d. lgs. 385/1993) specifiche disposizioni in materia di credito ai consumatori.

Tra queste risalta particolarmente l'art. 124-bis TUB ("Verifica del merito creditizio") che, imponendo al finanziatore di valutare il merito di credito del consumatore prima della conclusione del contratto di credito, ha riportato al centro dell'attenzione il *modus operandi* di banche ed altri istituti nella concessione di finanziamenti.

Tradizionalmente la verifica della capacità restitutoria del debitore viene svolta nell'interesse del finanziatore stesso, ma l'avvento delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti ha messo in crisi tale dogma dell'attività creditizia.

Con il presente lavoro si cercherà allora di studiare le due anime della cartolarizzazione dei crediti: da una parte lo sviluppo fisiologico di un'operazione che trasformando attività finanziarie in titoli negoziabili genera liquidità per il soggetto *originator* e offre agli investitori un impiego profittevole del capitale, dall'altra l'utilizzo patologico dell'operazione all'interno di una "fabbrica" di rischi di credito destinati a danneggiare il sistema finanziario ed economico.

La cartolarizzazione dei crediti assume infatti una connotazione negativa nel momento in cui permette al finanziatore di concedere credito disinteressandosi del merito del prenditore.

Il legislatore però, con la consapevolezza che l'operazione <<resta in linea di principio uno strumento delle forze del bene e non del male>><sup>1</sup>, è già intervenuto per contrastare la degenerazione del modello *originate to distribute* dell'attività creditizia (concessione del credito – cartolarizzazione – concessione del credito), il quale di per sé è complementare e non confligente con il modello di intermediazione classica *originate to hold* (concessione del credito – restituzione – concessione del credito).

---

<sup>1</sup> A. Carretta, *La fiducia nel sistema finanziario tra norme e comportamenti: la sfida ancora da vincere*, in "Bancaria", 01/2013, p. 40.

Dal punto di vista del privatista si cercherà anche di studiare la causa del contratto di finanziamento in un contesto di seriale concessione di credito a prenditori privi di merito, alla ricerca di eventuali profili di illiceità quindi di nullità del contratto stesso, la quale avrebbe ripercussioni sulle operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

Si proverà altresì ad ipotizzare un intervento legislativo per avviare, sulla scia dell'esperienza spagnola, un mercato della cartolarizzazione dei crediti alle piccole e medie imprese, le quali subiscono maggiormente la crisi economica in corso.

Più nel dettaglio, con il primo capitolo del lavoro si porranno le basi dell'intero studio, illustrando i soggetti ed i meccanismi delle operazioni di finanziamento, prestando attenzione tanto alle procedure di valutazione del merito creditizio quanto agli effetti degli accordi di Basilea sulla concessione di credito.

Nel secondo capitolo si entrerà nel vivo della trattazione, introducendo la cartolarizzazione dei crediti (*securitization*) come operazione che negli anni '70 risolse le difficoltà di finanziamento del mercato immobiliare statunitense e illustrando, consequenzialmente, la sua naturale configurazione come operazione utile per il sistema finanziario.

In Italia tale tecnica finanziaria è stata recepita con la legge 130/1999, ma si vedrà come nella prassi era già presente dall'inizio degli anni '90, nonostante le difficoltà derivanti da un ordinamento giuridico non predisposto.

Alla dottrina dovrà riconoscersi il merito di aver sollecitato l'intervento normativo attraverso la redazione di progetti di legge (progetto Rucellai e progetto ABI) nonché di aver guidato il legislatore nell'approvazione della legge 130/1999 la quale, negli anni, ha subito modificazioni senza perdere l'impianto originario ed è stata arricchita con l'introduzione di due nuovi articoli (art. 7-bis e art. 7-ter) in tema di obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*).

Dopo aver ricordato l'uso sapiente della normativa fiscale per incentivare la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione nei primi due anni di vigore della legge, si passerà nel terzo capitolo all'esame puntuale dei tre modelli operativi introdotti dalla legge 130: mediante cessione di crediti a favore di una società veicolo, mediante erogazione di un finanziamento, mediante fondo comune di investimento.

Infine, nel quarto capitolo, si studierà l'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti nell'ambito del modello *originate to distribute*, reso palese dalla crisi dei

mutui *sub-prime* del 2007.

Si vedrà come si è reagito alla crisi finanziaria e, in particolar modo, quali provvedimenti sono stati adottati per contrastare la tendenza alla concessione di credito senza merito e relativa cartolarizzazione: si sono riviste le regole prudenziali, si sono disciplinate le agenzie di *rating*, si sono introdotti meccanismi volti all'allineamento degli interessi di *originator* e investitori nell'operazione di *securitization* (c.d. *retention rule*).

Si rileverà inoltre che la nuova frontiera del trasferimento del rischio di credito è rappresentata oggi dalla c.d. cartolarizzazione sintetica la quale, ripresentando la possibilità di deresponsabilizzazione del finanziatore ossia della concessione di credito senza merito, dovrà necessariamente essere esaminata, anche a fronte dell'affermarsi di certa dottrina “per un divieto della cartolarizzazione del rischio di credito”.

In chiusura del lavoro, convinti dei benefici derivanti dall'utilizzo virtuoso della cartolarizzazione dei crediti, si proverà ad ipotizzare la creazione di un mercato della cartolarizzazione dei crediti alle PMI sostenuto da garanzie statali, il quale potrebbe rivitalizzare il mercato del credito e rappresentare un volano per l'economia.

# CAPITOLO I

## LA VALUTAZIONE DEL MERITO CREDITIZIO E L'EROGAZIONE DEL CREDITO

SOMMARIO: 1. L'operazione di credito. – 2. Cenni storici: dal diritto romano alla nascita del sistema bancario creditizio. – 3. L'esercizio professionale dell'attività creditizia: banche, intermediari finanziari art. 106 TUB, istituti di microcredito ed istituti di pagamento. – 4. Le forme del credito e la causa di finanziamento. – 5. L'istruttoria di affidamento. – 6. La valutazione del merito creditizio delle persone fisiche. – 7. La valutazione del merito creditizio delle imprese. – 8. L'influenza degli accordi di Basilea sull'erogazione del credito. - 8.1. Il calcolo del *rating* con il metodo standardizzato. - 8.2. Il metodo dei *rating* interni (IRB).

L'obiettivo di questo capitolo è gettare uno sguardo sull'erogazione del credito, ossia porre la premessa necessaria per trattare con consapevolezza l'operazione di cartolarizzazione dei crediti in relazione al merito creditizio.

Innanzitutto si analizzerà il meccanismo del credito, mettendone in rilievo gli aspetti fondamentali - quali il differimento temporale tra le prestazioni, la fiducia, gli interessi - ed individuando le principali classificazioni elaborate in dottrina.

Seguirà un breve *excursus* storico, che serve ad introdurre nella discussione la banca, principale protagonista del mercato del credito, sebbene tale attività venga svolta professionalmente anche da altri soggetti regolati dal Testo Unico Bancario (d. lgs. 385/1993): gli intermediari finanziari, gli istituti di microcredito e gli istituti di pagamento, in relazione ai quali sarà interessante accennare al nuovo fenomeno del *social lending*.



A questo punto, risulterà opportuno presentare le forme con cui viene esercitato il credito e studiare la causa di finanziamento, alla luce degli sviluppi dottrinali e della disciplina codicistica sui contratti in generale.

Nell'attività creditizia è fondamentale la valutazione del merito del richiedente, ossia della sua capacità restitutoria, in assenza della quale il credito, tradizionalmente, non viene accordato.

Per questo motivo si illustrerà l'istruttoria di affidamento, ovvero il procedimento attraverso il quale il finanziatore valuta se concedere o meno credito, distinguendo l'ipotesi in cui il richiedente è una persona fisica da quella in cui è un'impresa.

Occorre però subito rilevare che tale schema è oggi messo in crisi dalla degenerazione del nuovo modello di *business* c.d. *originate to distribute*, dove la qualità delle attività create può perdere importanza a fronte della possibilità del finanziatore di trasferirle con il relativo rischio di credito ai mercati finanziari, ricorrendo *in primis* alle operazioni di cartolarizzazione.

In chiusura del capitolo verranno presi in esame gli accordi di Basilea relativamente al patrimonio di vigilanza delle banche, la cui determinazione è legata anche alla rischiosità dei crediti detenuti in portafoglio, con le inevitabili conseguenze sulle politiche di concessione dei finanziamenti nonché sul *pricing* degli stessi.

## 1. L'operazione di credito

L'espressione "fare credito", antica come la storia dell'uomo <sup>2</sup>, descrive un'operazione economica di vitale importanza, ricorrente nella vita quotidiana di ogni società più o meno organizzata.

Tecnicamente in un'operazione di credito si ha un soggetto che cede una somma di denaro, dei beni o servizi ad un altro, il quale si impegna alla restituzione della somma o al pagamento del prezzo dei beni o servizi a termine differito.

---

<sup>2</sup> Così testimonia l'etimologia del termine *credito*, derivante dal latino *creditum*, participio passato di *credo* ("ripongo la fiducia in", "affido" dunque "presto", "faccio prestiti"), ossia "ciò che è dato in prestito". Il latino *credere*, risultando dalla sommatoria delle radici *cre* e *dare*, richiama a sua volta il greco *χράσμαι* (io uso) e *δίδομι* (io do) che unitamente esprimono il "dare in uso", il "dare in prestito".

Nel corso dei secoli la dottrina ha ampiamente indagato il meccanismo del credito alla ricerca di uno schema giuridico nel quale inquadrarlo e spiegarlo, fino ad approdare alla c.d. teoria del differimento<sup>3</sup>.

Tale teoria riconosce l'essenzialità del tempo nel negozio di credito: perché si abbia credito è indispensabile che la prestazione del finanziatore ( cessione di una somma di denaro, di beni o di servizi) e la prestazione del finanziato (restituzione della somma di denaro o pagamento del prezzo di beni o servizi) non siano contestuali<sup>4</sup>.

Ciò che dà senso al negozio è l'immediata entrata nel patrimonio del finanziato di un valore in più, bilanciata da una posta di segno opposto destinata però a rimanere inesatta per un certo tempo, costituente, per lui, un debito, per il finanziatore, un credito.

Il protrarsi della situazione debitoria spiega dunque la normale previsione degli interessi, ossia di un corrispettivo per il sacrificio economico del creditore che, *medio tempore*, ha a disposizione un patrimonio ridotto<sup>5</sup>.

Il negozio di credito può essere indipendente come negozialmente collegato ad un altro: si pensi da un lato al contratto bancario di apertura di credito, dall'altro al finanziamento che assiste la vendita a rate di un bene.

---

<sup>3</sup> Per un'attenta panoramica si rimanda a capitolo I ("Le teorie più antiche e le teorie del godimento") e capitolo II ("La teoria dell'agio") di E. Simonetto, *I contratti di credito*, Cedam 1994. Dalla posizione iniziale di Aristotele, San Tommaso e canonisti dell'illegittimità degli interessi in quanto il tempo è <<una creatura del buon Dio che non si può vendere e comperare per moneta>> si passa alla *teoria della fruttificazione* del Turgot, che sostiene la legittimità degli interessi per via della scambiabilità del capitale prestato con un fondo, per sua natura fruttifero dunque produttivo di reddito, e alla *teoria della produttività*, per cui il capitale produce interesse dal momento che è impiegabile per creare nuovi beni dunque nuova ricchezza. Dalle diverse formulazioni *della teoria dell'uso o del godimento*, dove l'interesse è il corrispettivo che si deve pagare per l'uso o il godimento continuato del capitale o dell'entità concessa dal finanziatore al debitore, alla *teoria dell'agio o dello scambio*, per cui il finanziatore non dà in godimento al finanziato delle cose in cambio di interessi, bensì ne trasferisce la piena proprietà per avere degli altri beni in un secondo momento, di norma in quantitativo superiore a quello delle cose date, essendo l'interesse <<dovuto come agio o differenza di valore esistente tra i beni attuali e i beni futuri>>.

<sup>4</sup> Il differimento è <<l'essenza della funzione creditizia>>. E. Simonetto, *I contratti di credito*, Cedam 1994, p. 51.

<sup>5</sup> L'art. 1815 cc prevede che, salvo diversa volontà delle parti, il mutuatario deve corrispondere gli interessi al mutuante. Supera così la posizione del Codice Civile del 1865 che, con l'art. 1829, era rimasto fedele alla tradizione romanistica del mutuo gratuito e della necessità di specifica pattuizione in materia di interessi: <<È permessa la stipulazione degli interessi nel mutuo di danaro, di derrate o di altre cose mobili>>.

In ogni caso l'elemento qualificante da affiancare al tempo sarà la fiducia: la fiducia del finanziatore di ottenere la prestazione dovuta alla data pattuita.

Lo sapevano già i Romani nel momento in cui *credebant pecuniam*, e descrivevano l'operazione con un verbo il cui primo significato è per l'appunto “riporre la fiducia in qualcuno”<sup>6</sup>.

Tradizionalmente, nel momento in cui il finanziatore prevede difficoltà d'adempimento di chi richiede affidamento, non accorda il credito.

Ultimamente tale dogma dell'attività creditizia è stato però messo in discussione da nuovi modelli di *business* che attraverso un patologico utilizzo delle operazioni di cartolarizzazione permettono di erogare credito senza merito e di trasferirlo a terzi prima dell'emersione di criticità.

Tuttavia la prassi prevalente, quantomeno in Italia, rimane quella della subordinazione della concessione di credito ad un giudizio positivo circa la capacità restitutoria dell'affidato.

Nel momento in cui si determina il costo del credito ossia gli interessi da richiedere si tiene normalmente conto delle spese amministrative, di una giusta remunerazione per la temporanea privazione di ricchezza del creditore nonché del rischio di non pagamento del debito.

Vi è pure la possibilità che l'erogazione del credito sia gratuita, ovvero che venga richiesto esclusivamente il pagamento o restituzione di quanto ricevuto, ma trattasi sicuramente di ipotesi marginale dovuta a situazioni di fatto particolari (si pensi, ad esempio, al mutuo concesso da un amico o parente, oppure al credito al consumo o al credito agevolato alle imprese sponsorizzati dallo Stato in periodo di crisi economica).

Volendo procedere a classificazioni del credito, potremmo parlare di credito oneroso e credito gratuito, credito al consumo e credito alla produzione, credito pubblico e credito privato<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Cfr: “Credo” in L. Castiglioni, S. Mariotti (a cura di), *Il Vocabolario della Lingua Latina*, Loescher 1968.

<sup>7</sup> B. Cusato, *Il credito. Forme sostanziali e procedurali*, Cedam 2010, pp.7-8.

Dell'onerosità o meno dell'operazione già si è detto, occorrerà dunque soffermarsi ora sulla seconda distinzione, un tempo pura speculazione teorica, oggi sempre più interessante.

Infatti con il d.lgs. 141/2010, attuativo della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori, si è modificato significativamente il capo II del titolo VI del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. 385/1993), ora intitolato <<Credito ai consumatori>>, il che rende importante operare una distinzione tra il credito volto a soddisfare esigenze di natura personale del consumatore (credito al consumo) e quello funzionale al sostegno o all'avvio di un'attività produttiva (credito alla produzione).

È ancora più importante però, ai fini della presente trattazione che intende soffermarsi sulla cartolarizzazione dei crediti, distinguere quando il debitore è lo Stato o altro ente pubblico (credito pubblico) da quando il debitore è una persona, fisica o giuridica, di diritto privato (credito privato)<sup>8</sup>.

Indubbi sono comunque i benefici derivanti da un sistema creditizio accessibile ed efficiente: il credito dà la possibilità al consumatore di anticipare la soddisfazione di bisogni, mentre per le imprese è un importante propulsore della crescita<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Infatti per cartolarizzare crediti pubblici mediante cessione di questi ad una società veicolo si ritiene necessario notificare all'ente pubblico la cessione degli stessi risultante da atto pubblico o scrittura privata autenticata da notaio ai sensi degli art. 69 e 70 del r.d. n. 2440 del 1923, formalità non necessaria per i crediti privati essendo sufficiente la pubblicazione della cessione del credito sulla Gazzetta Ufficiale per rendere efficace ed opponibile la cessione nei confronti del debitore ceduto.

<sup>9</sup> Il credito è “elemento strategico” per la crescita, ma a seconda di come venga fatto può determinare una crescita positiva del sistema oppure una crescita caratterizzata da prevaricazioni e opportunismi. T. Fanfani, *Sulle origini ‘etiche’ del credito: dai Monti di Pietà alla banca moderna*, in “Bancaria”, 01/2003, pp. 2-7.

## 2. Cenni storici: dal diritto romano alla nascita del sistema bancario creditizio

“L'arte del fare credito”, benché sia giunta all'apoteosi in epoca contemporanea, è in realtà molto antica.

Si ha notizia di regolamentazione di prestiti ad interesse già presso i Babilonesi, popolo stanziato in Mesopotamia dal II millennio AC<sup>10</sup>.

Nella civiltà romana, il negozio dedicato al credito era principalmente il *mutuum*<sup>11</sup>, che per altro permane nel nostro ordinamento giuridico con struttura pressoché invariata.

Con il *mutuum* veniva trasferita la proprietà (*dominium*) su determinati beni (*res*), e il mutuatario si impegnava a restituire altrettanti beni nella stessa misura, peso e ammontare<sup>12</sup>.

Di conseguenza normalmente il mutuo era gratuito<sup>13</sup>, e qualora si volessero pattuire degli interessi era necessario un'ulteriore pattuizione (*stipulatio*) che si aggiungesse al contratto reale.

---

<sup>10</sup> Nel codice di Hammurabi, una delle più antiche raccolte di leggi scritte ritrovata a Susa (oggi Shūsh, Iran) e risalente al XVIII secolo a.C., sono presenti diverse sezioni relative al credito: specificamente i paragrafi 88-107 sono dedicati alle operazioni di credito, ai commercianti e agli agenti, mentre i paragrafi 112-126 trattano l'arresto per debiti. Cfr: “Codice di Hammurabi” in P. Fedele (a cura di), *Grande Dizionario Enciclopedico*, Utet - Quarta Edizione 1984-1991.

<sup>11</sup> Gaio, nelle *Institutiones*, afferma: <<*mutuum appellatum est quia quod ita tibi a me datum est, ex meo tuum fit*>> (<<è chiamato mutuo perché quel che ti è dato in questo modo da me, da mio diventa tuo>>). In letteratura si ritiene per lo più che il termine *mutuum* sia il risultato della crasi di (*ex*)*meo tuum (fit)* : (da) mio (diventa) tuo. M. V. Bramante, *Il mutuum nell'esperienza giuridica romana. Linee di studio, profili interpretativi e prassi*, p. 9. ([http://www.fedoa.unina.it/3251/1/Bramante\\_Maria\\_Vittoria.pdf](http://www.fedoa.unina.it/3251/1/Bramante_Maria_Vittoria.pdf))

<sup>12</sup> Gaio, nelle *Institutiones* (3.90), spiega così la *datio mutui*:

*Mutui autem datio proprie in his rebus contingit quae pondere numero mensura constant, qualis est pecunia numerata vinum oleum frumentum aes argentum aurum. Quas res aut numerando aut metiendo aut pendendo in hoc damus, ut accipientium fiant et quandoque nobis non eadem, sed aliae eiusdem naturae reddantur. Unde etiam mutuum appellatum est, quia quod ita tibi a me datum est, ex meo tuum fit.*

La dazione a mutuo concerne propriamente quelle cose che sono certe per peso, numero o misura, quali il denaro contante, il vino, l'olio, il frumento, il rame, l'argento e l'oro. Diamo queste cose, a numero, misura o peso, affinché diventino di chi le riceve, e ci vengano successivamente restituite, non le stesse, ma altre della stessa natura. Per questo è chiamato mutuo, perché quel che ti è dato in questo modo da me, da mio diventa tuo.

Nei secoli successivi alla caduta dell'impero romano d'Occidente<sup>14</sup>, fare e ottenere credito diventò sempre più difficile per via dell'affermarsi del Cristianesimo, tra i cui precetti vi era il divieto del prestito ad usura, che allora veniva intesa come la pattuizione di un qualsiasi interesse sul capitale erogato<sup>15</sup>.

L'ostilità nei confronti del prestito ad interesse (c.d. divieto di *riba*<sup>16</sup>) era propria anche della religione islamica che, a differenza di quella cristiana, l'ha conservata fino ad oggi<sup>17</sup>.

---

<sup>13</sup> Era eccezionalmente previsto un interesse per i mutui concessi dalle *civitates*, soggetti di diritto pubblico, nonché per il prestito marittimo, detto *fenus nauticum*, che usato per compiere operazioni commerciali oltremare pericolose comportava una ricompensa a fronte del rischio corso dal mutuante. G. Scherillo, F. Gnoli, *Lezioni di diritto romano*, Led 2005, pp. 414-415.

<sup>14</sup> Si ritiene avvenuta nel 476 d.C. con la deposizione dell'imperatore Romolo Augustolo da parte dei barbari capeggiati da Odoacre.

<sup>15</sup> L'illegittimità dell'interesse venne sostenuta con una particolare lettura delle Sacre Scritture, i cui argomenti furono poi sviluppati e migliorati da San Tommaso e dai canonisti. Cfr: E. Simonetto, *I contratti di credito*, Cedam 1994, p. 10. In particolare si richiamavano alcuni passi dell'Antico Testamento tra cui Levitico 25, 35-37 («Se il tuo fratello che è presso di te cade in miseria ed è inadempiente verso di te, sostienilo come un forestiero o un ospite, perché possa vivere presso di te. Non prendere da lui interessi né utili, ma temi il tuo Dio e fa' vivere il tuo fratello presso di te. Non gli presterai il denaro a interesse, né gli darai il vitto a usura.») e Esodo 22, 24 («Se tu presti denaro a qualcuno del mio popolo, all'indigente che sta con te, non ti comporterai con lui da usuraio: voi non dovete imporgli alcun interesse.») Cfr: *La nuova traduzione italiana della Bibbia a cura della Cei*, 2008. ([http://www.bibbiaedu.it/pls/labibbia\\_new2/GestBibbia09.Ricerca?Libro=Genesi&capitolo=1](http://www.bibbiaedu.it/pls/labibbia_new2/GestBibbia09.Ricerca?Libro=Genesi&capitolo=1))

<sup>16</sup> Il termine arabo *riba* letteralmente significa “aumento”, “accrescimento”, ma è normalmente tradotto con “usura” o “interesse”, pur avendo una portata ancora più ampia dal momento che il divieto coranico riguarda tanto la previsione di un qualsiasi tasso d'interesse sul capitale dato in mutuo quanto ogni specie di ingiustificato arricchimento. Nel Corano si afferma infatti: «Quel che voi prestate a usura perché aumenti sui beni degli altri, non aumenterà presso Dio. Ma quello che darette in elemosina, bramosi del volto di Dio, quello vi sarà raddoppiato» (XXX, 39, *Il Corano*, nella traduzione di A. Bausani, Biblioteca Universale Rizzoli 1996) e «Dio ha permesso la compravendita e ha proibito l'usura. Dio distruggerà l'usura e moltiplicherà il frutto delle elemosine...o voi che credete! Temete Dio e lasciate ogni resto di usura, se siete credenti!» (II, 275-283, trad. cit.). Partendo dal concetto di *riba* i giuristi islamici hanno bipartito il concetto in *riba al-nasi'a* e *riba al-fadl*. La *riba al-nasi'a* comprende qualsiasi aumento del denaro preso a prestito per la possibilità di restituire a una data futura il debito e, ovviamente, anche gli interessi di mora (c.d. *riba al jahiliyya*), che avevano costituito un uso commerciale nell'epoca araba precedente al profeta Maometto. La *riba al-fadl* è invece un accrescimento legato ad uno scambio non monetario tra beni, ossia al baratto, pratica invida al profeta che raccomandava di scambiare i beni tramite denaro per evitare disaccordi circa qualità e quantità. Cfr: C. Porzio (a cura di), *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, Bancaria Editrice 2009, pp. 21-22. Sull'inammissibilità dell'interesse tanto per i prestiti destinati ad attività produttive, quanto per i prestiti consuntivi: M. Ariff, *Islam e finanza. Religione musulmana e sistema bancario nel sud est asiatico*, Cosmopolis 1991, p. 41.

<sup>17</sup> Per non violare il precetto religioso in passato sono stati elaborati espedienti giuridici come il ricorso a contratti formati da una serie di atti ciascuno in sé lecito ma nell'insieme destinati a realizzare uno scopo illecito, schema assimilabile nel nostro ordinamento a quello del negozio in frode

Diversa era invece la posizione degli Ebrei, che pertanto in tutta Europa assunsero presto un ruolo primario nel mercato del credito, strutturalmente destinato a tassi d'interessi elevati stante la scarsità dell'offerta.

Sul mercato vi erano anche i mercanti-prestatori, che avevano il proprio banco in piazza ed erogavano credito su pegno, per lo più finalizzato al sostegno dei consumi delle famiglie, a tassi d'interesse anche del 30%, servendosi di disponibilità personali. Tra questi i Lombardi, nome con cui per secoli si identificarono operatori provenienti da zone del Piemonte e della Lombardia, erano i più specializzati, tant'è che, proprio come gli ebrei, subivano talvolta persecuzioni strumentali alla non restituzione del capitale ricevuto.

Invece altri mercanti, noti con il termine di mercanti-imprenditori, si associavano con scritture private per dar vita a compagnie che da una parte si dedicavano all'attività mercantile classica, dall'altra investivano in diversi settori (assicurazioni, artigianato, agricoltura) al fine di reperire un profitto che, essendo tratto dal risultato di attività produttive, era meno odioso da riconoscere per i debitori.

I mercanti-imprenditori usavano strumenti come il sovraccorpo e lo sconto, più innovativi del pegno e del mutuo utilizzati dai mercanti-prestatori, dai quali si distinguevano anche perché spesso non si aspettavano la restituzione dei prestiti erogati a principi e sovrani, bensì monopoli e privilegi.

Vi erano d'altra parte anche alcuni soggetti come proprietari terrieri o abati che, pur prestando ad interesse, non venivano biasimati ed etichettati come usurai, dal momento che spesso si servivano di strutture come la compravendita dei censi o le

---

alla legge (art. 1344 cc). Gli espedienti non hanno comunque portato ad una revisione della teoria religiosa come in Occidente, bensì alla predisposizione di strumenti finanziari in grado di soddisfare le esigenze degli operatori economici. Il principale metodo alternativo agli interessi è quello della condivisione del rischio nei rapporti tra banca e risparmiatore come in quelli tra banca e suo debitore (c.d. *Profit and Loss Sharing*). I risparmiatori che depositano presso una banca islamica (conti correnti vincolati ad investimento: *hisab al-tawfir*) sono assimilati ad azionisti che ottengono una remunerazione qualora la banca faccia profitti, ma subiscono perdite qualora la banca non ottenga la restituzione del capitale dai suoi debitori a seguito dell'insuccesso delle attività produttive di questi. Esistono però anche dei conti correnti a vista senza spese e senza interessi, ai fini dunque del solo risparmio. Cfr: C. Porzio (a cura di), *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, Bancaria Editrice 2009, pp. 27-29. Sui vantaggi del sistema di partecipazione agli utili in luogo dell'interesse nei contratti con i depositanti e i mutuatari per la stabilità del sistema bancario e dell'economia: M. Ariff, *Islam e finanza. Religione musulmana e sistema bancario nel sud est asiatico*, Cosmopolis 1991, p. 46. *Ibidem*, sulle problematiche e limiti del sistema *profit and loss sharing*: pp. 68-78.

rendite<sup>18</sup> per occultare l'interesse, senza contare che d'altra parte <<il mercato medievale del credito era condizionato dalla immagine sociale e politica dei prestatori>><sup>19</sup>.

A questi si aggiunsero in un secondo momento i *campsores*, ossia i cambiavalute, che come attività secondaria facevano credito nascondendo l'interesse nel tasso di cambio, allorché davano una somma di denaro in una certa valuta e ottenevano la restituzione in un'altra.

Con l'inizio della "liberalizzazione" dell'attività di prestito a interesse nel tardo medioevo, i mercanti-imprenditori si fecero sempre più efficienti, fino ad elaborare strutture di contabilità che distinguevano in due colonne gli attivi o passivi dell'azienda nei confronti dei corrispondenti commerciali<sup>20</sup>.

Tra la fine del XIII e l'inizio del XIV secolo una grave crisi economica portò però al fallimento di molte compagnie mercantili: il prezzo delle merci era sceso inesorabilmente, mentre la scarsità di moneta circolante teneva alto il costo di questa e gli interessi sul credito.

Per questo motivo i mercanti-imprenditori orientarono sempre di più la loro attività sul settore creditizio (più redditizio degli scambi), dando vita a vere aziende definibili mercantili-bancarie, dal momento che il credito diventava in esse attività autonoma e principale, cui erano destinati fondi appositamente raccolti, mentre nel modello precedente il mercante-imprenditore investiva nei prestiti solo la parte temporaneamente non impegnata del suo capitale.

---

<sup>18</sup> Il finanziatore consegnava del denaro apparentemente non a titolo di prestito, bensì come corrispettivo per l'acquisto delle future rendite prodotte dalle terre del finanziato, che costituivano l'interesse sul capitale prestato fino al momento in cui il debitore non riacquistava le rendite, restituendo così il capitale ricevuto.

<sup>19</sup> L. Palermo, *La banca e il credito nel medioevo*, Mondadori 2008, p. 25.

<sup>20</sup> Dapprima si rivalutò il concetto stesso di usura: non fu più tale la maggiorazione della somma restituita rispetto a quella prestata quando il sovrappiù fosse valutato come una forma di risarcimento del rischio corso dal prestatore di perdere il bene prestato o dell'impossibilità per lui di usufruire del denaro dato in prestito. Nel 1454 Papa Nicolò V autorizzò il prestito a interesse ad Ancona purchè a fin di bene. Il *revirement* rispetto alla tradizione è evidente. D'ora in avanti la lotta contro l'usura diventerà lotta contro il tasso d'interesse eccessivo. Il documento pontificio è trascritto in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia (Secoli XIII-XX)*, Franco Angeli 2007, pp. 83-100.



Venivano a costituirsi aziende non ancora propriamente ed esclusivamente bancarie, ma che presto lo sarebbero diventate.

Le difficoltà spinsero tra l'altro gli operatori del credito a riorganizzarsi razionalizzando e rafforzando la loro capacità di offerta, nonché a sviluppare nuovi strumenti come i titoli di credito, la lettera di cambio, il conto corrente.

Nel 1398 Francesco di Marco Datini costituì la Compagnia del Banco ossia una struttura che - seppur operativa solamente fino al 1401- secondo lo studio dello storico economico Federigo Melis <<rappresenta felicemente il passaggio dall'esercizio bancario invischiato in azienda commerciale (azienda bancaria mista o azienda bancaria non specializzata) all'azienda bancaria indipendente>>, dal momento che per la prima volta venivano raccolti depositi del pubblico e remunerati grazie alla differenza tra il tasso d'interesse riconosciuto ai depositanti e il tasso d'interesse pagato dai debitori, la quale è tuttora la caratteristica distintiva della banca<sup>21</sup>.

Nel 1407 a Genova sorse il Banco di San Giorgio, che ha mantenuto la sua identità fino all'ottobre 2012<sup>22</sup> e che, probabilmente proprio per questa sua longevità, viene comunemente indicato come la prima vera banca moderna<sup>23</sup>.

Negli stessi anni, avendo la Chiesa ormai riconosciuto che dal proclamato divieto di usura non conseguiva il prestito senza interesse, ma semplicemente una riduzione del credito disponibile e potenzialmente una riserva d'attività per individui più spregiudicati di altri, alcuni esponenti del clero avviarono il fenomeno dei Monti di Pietà, che furono fondamentali per la riduzione dei tassi effettivamente praticati sul mercato.

Il primo di questi istituti, promossi da Bernardino da Siena e altri frati, venne inaugurato a Perugia da Barnaba da Terni nel 1462<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> F. Melis, *La banca pisana e le origini della banca moderna*, Le Monnier 1987, pp. 274-275.

<sup>22</sup> Dal 22 ottobre 2012 è operativa la fusione per incorporazione di Banco di San Giorgio S.p.A in Banca Regionale Europea S.p.A. A seguito di tale operazione la Banca Regionale Europea S.p.A. è subentrata al Banco di San Giorgio S.p.A. in tutti i diritti e gli obblighi a quest'ultima riconducibili nonché nella titolarità dei relativi contratti.

<sup>23</sup> V. Boland, *The World's first modern, public bank*, in "Financial Times", 17-04-2009.

I monti di Pietà non erano altro che luoghi di raccolta delle elemosine o di capitali per sostenere gli indigenti attraverso il credito su pegno, e assolsero ad una funzione essenziale nello sviluppo economico delle comunità medievali.

Inizialmente si occupavano solo di credito al consumo ai bisognosi senza interesse o al più con un interesse atto a coprire le mere spese di gestione della struttura, ma in un secondo momento si dedicarono anche al prestito alla produzione a favore di artigiani, piccoli proprietari, contadini, vale a dire di operatori economici a diversi livelli.

Da qui al ricevere depositi per estendere l'attività e al prestare denaro a sei o dodici mesi anche senza pegno – come nel caso del Monte di Siena dal 1610 - il passo fu breve, con conseguente avvicinamento alla figura bancaria.

### **3. L'esercizio professionale dell'attività creditizia: banche, intermediari finanziari art 106 TUB, istituti di microcredito ed istituti di pagamento**

L'erogazione del credito è legata alle banche, finanziatori per eccellenza con cui si entra in contatto quotidianamente, ma non bisogna dimenticare che vi sono altri soggetti sul mercato, tra cui anche i privati, i quali possono fare prestiti generalmente con la forma del mutuo, purché in modo non sistematico e professionale<sup>25</sup>.

Infatti nel momento in cui l'attività creditizia diventa professionale è necessario organizzarsi con particolari strutture, iscriversi a determinati albi ed operare

---

<sup>24</sup> Dal 1462 al 1515, anno in cui si tenne il concilio lateranense che riconobbe ufficialmente la legittimità dei Monti, in Italia furono fondati 135 istituti. T. Fanfani, *Sulle origini 'etiche' del credito: dai Monti di Pietà alla banca moderna*, in "Bancaria", 01/2003, p. 4.

<sup>25</sup> Il prestito tra privati può risultare più vantaggioso per il debitore dal punto di vista degli interessi, essendo normalmente finanziatore un amico o parente, ma è fiscalmente più oneroso dal momento che i mutui concessi da privato sono gravati da imposte di registro, ipotecaria e di bollo, mentre per i mutui bancari che durino oltre 18 mesi è dovuta solo un'imposta sostitutiva, avente aliquota dello 0,25% o del 2%, da calcolare sull'importo del mutuo erogato. Dal prestito tra privati non deriva inoltre la possibilità di detrazione dall'IRPEF degli interessi pagati al creditore.

rispettando norme oggi raccolte nel Testo Unico delle leggi bancarie e in materia creditizia (d.lgs. 385/1993)<sup>26</sup>.

All'art. 10 (Attività bancaria) TUB si legge che <<la raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa>><sup>27</sup>.

Tale attività è riservata alle banche, che pertanto sono gli operatori del credito per antonomasia: raccolgono risparmio per lo più sotto forma di depositi, e lo distribuiscono erogando credito.

Le banche, che peraltro possono esercitare ogni altra attività finanziaria nonché strumentaria o connessa a quella bancaria, devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 14 TUB, ed iscritte nell'apposito albo previsto dall'art. 13 TUB<sup>28</sup>.

Oltre alle banche nel nostro ordinamento sono presenti altri soggetti che possono concedere finanziamenti al pubblico sotto qualsiasi forma: si tratta degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 TUB<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> D'ora in avanti semplicemente TUB.

<sup>27</sup> Articolo 10 TUB (Attività bancaria)

1. La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa.
2. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche.
3. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge.

<sup>28</sup> Articolo 13 TUB (Albo)

1. La Banca d'Italia iscrive in un apposito albo le banche autorizzate in Italia e le succursali delle banche comunitarie stabilite nel territorio della Repubblica.
2. Le banche indicano negli atti e nella corrispondenza l'iscrizione nell'albo.

<sup>29</sup> Articolo 106 TUB (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.
2. Oltre alle attività di cui al comma 1 gli intermediari finanziari possono:
  - a) emettere moneta elettronica e prestare servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114–*quinquies*, comma 4, e iscritti nel relativo albo, oppure prestare solo servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114–*novies*, comma 4, e iscritti nel relativo albo;
  - b) prestare servizi di investimento se autorizzati ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;
  - c) esercitare le altre attività a loro eventualmente consentite dalla legge nonché attività connesse o strumentali, nel rispetto delle disposizioni dettate dalla Banca d'Italia.

Anch'essi devono essere autorizzati dalla Banca d'Italia nonché iscritti in un apposito albo, e si differenziano principalmente dalle banche per l'impossibilità di raccogliere risparmio tra il pubblico nella forma di deposito.

Ne consegue che l'attività di un intermediario di cui all'art. 106 TUB si basa principalmente sul capitale sociale<sup>30</sup> di cui è dotato e, secondariamente, sul capitale raccolto con l'emissione di strumenti finanziari oppure ricevuto in prestito da altri istituti.

Hanno invece raggio d'azione più limitato i soggetti previsti dall'art. 111 TUB, il quale a seguito della novella del d.lgs. 141/2010 regola il c.d. microcredito che, come rivela già il termine, è un credito limitato nell'ammontare (fino a € 25000), nonché nei destinatari e negli utilizzi.

Infine, per una panoramica completa, bisogna ricordare gli istituti di pagamento, ovvero quegli istituti che occupandosi di servizi di pagamento (servizi cui si dedicano anche banche e istituti di moneta elettronica), sono tenuti all'iscrizione all'albo previsto all'art. 114 - septies TUB e, come attività accessoria, possono concedere credito <<in stretta relazione ai servizi di pagamento prestati>><sup>31</sup>.

In tale ambito meritano una particolare menzione le piattaforme web di *social lending*, attraverso le quali i privati possono prestare denaro ad altri privati attraverso un'intermediazione che, non riferibile ai tradizionali istituti di credito, permette tassi d'interesse, oltre che tempistiche, molto interessanti.

---

3. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico.

<sup>30</sup> Il capitale minimo degli intermediari finanziari ai sensi del nuovo art. 106 TUB (come riformato dal d.lgs. 141/2010) deve essere ancora determinato da Banca d'Italia, che a tale proposito ha elaborato delle istruzioni e indetto una consultazione pubblica nel gennaio 2012 ad oggi conclusa, ma non ha ancora emanato la normativa. Nello schema oggetto di consultazione si prevede un capitale minimo di € 2 milioni, che sale a € 3 milioni qualora l'intermediario voglia prestare anche garanzie.

<sup>31</sup> Articolo 114-octies TUB (Attività accessorie esercitabili)

1. Gli istituti di pagamento possono esercitare le seguenti attività accessorie alla prestazione di servizi di pagamento:

- a) concedere crediti in stretta relazione ai servizi di pagamento prestati e nei limiti e con le modalità stabilite dalla Banca d'Italia;
- b) prestare servizi operativi o strettamente connessi, come la prestazione di garanzie per l'esecuzione di operazioni di pagamento, servizi di cambio, attività di custodia e registrazione e trattamento di dati;
- c) gestire sistemi di pagamento.

2. La Banca d'Italia detta specifiche disposizioni per la concessione di credito collegata all'emissione o alla gestione di carte di credito.

Il fenomeno, nato in Inghilterra nel 2005, sbarcò in Italia nel 2008 con due operatori (“Boober” e “Zopa Italia”), che però già nel 2009 dovettero cessare l’attività a fronte di irregolarità gestionali e modalità operative divergenti da quelle autorizzate da Banca d’Italia<sup>32</sup>.

Dalla permanenza delle somme dei prestatori - in attesa dell’erogazione dei prestiti - sui conti dell’intermediario derivava innanzitutto il problema dell’esercizio di un’attività riservata (raccolta di depositi dunque attività bancaria) senza autorizzazione e in secondo luogo il pericolo di aggressione delle somme da parte di creditori della società, per l’assenza di un regime di separazione patrimoniale dei beni.

Il problema è stato ora superato grazie alla riorganizzazione strutturale degli intermediari e alla nuova normativa europea (dir. 2007/64/CE, recepita con d.lgs. 11/2010) che sottrae il conto deposito - nel quale transitano le somme dei prestatori prima dell’erogazione del finanziamento – dalle pretese dei creditori dell’intermediario.

Dalle ceneri di Zopa Italia nel 2012 è nata Smartika, istituto di pagamento autorizzato e vigilato da Banca d’Italia, attraverso cui possono chiedersi prestiti da € 1000 a € 15000, rimborsabili in 24 – 36 - 48 mesi, il cui rischio è frazionato tra almeno cinquanta diversi prestatori che singolarmente possono investire nel *social lending* da € 100 a € 50000<sup>33</sup>.

Il prestatore, all’atto di registrazione sulla piattaforma di *social lending*, determina

---

<sup>32</sup> Per Zopa la cancellazione dall’albo degli intermediari finanziari avvenne a fronte della contestazione di svolgere raccolta del risparmio, non semplice intermediazione. In particolare secondo Banca d’Italia la società acquisiva la titolarità e la disponibilità dei fondi conferiti dai prestatori, violando l’obbligo di separatezza delle disponibilità di terzi da quelle della società; in tal modo si realizzava una abusiva attività di raccolta del risparmio, con rischio per i terzi i cui fondi non venivano scambiati immediatamente tra creditore e debitore come dovrebbe essere nello schema di *social lending* ma rimanevano nella disponibilità della società. Di fatto il creditore si trovava inconsapevolmente in una posizione analoga a quella di un depositante senza le tutele previste dall’ordinamento per i risparmiatori. Cfr: *Bankitalia chiude il sito di prestiti online Zopa.it : gravi irregolarità*, in “Il messaggero.it” ([http://www.ilmessaggero.it/home\\_economia/bankitalia\\_chiude\\_il\\_sito\\_di\\_prestiti\\_online\\_zopait\\_gravi\\_irregolarit/notizie/65750.shtml](http://www.ilmessaggero.it/home_economia/bankitalia_chiude_il_sito_di_prestiti_online_zopait_gravi_irregolarit/notizie/65750.shtml)). A Boober fu invece contestato il rilascio di garanzie su assegni, attività per la quale occorre apposita autorizzazione di cui la società era priva.

<sup>33</sup> Smartika S.p.A. è stata autorizzata nel febbraio 2012 ad operare come istituto di pagamento ed è iscritta al relativo albo (art. 114 - septies TUB). La società è tenuta a mantenere un patrimonio di vigilanza, ad avere un sistema di controlli aperto (*risk, compliance, internal audit*, e revisori contabili), ed è soggetta a vigilanza di Banca d’Italia.

quale importo prestare, a che tasso d'interesse e a quale tipologia di richiedenti, il cui merito di credito viene analizzato dall'intermediario, sia con tecniche statistiche che considerano i dati socio-demografici e reddituali forniti sia in base alle risultanze di interrogazioni a banche dati.

I tassi d'interesse per i debitori sono più bassi di quelli praticati nel sistema creditizio tradizionale, come notevoli sono i rendimenti per i prestatori pure al netto della commissione percepita dell'intermediario che, oltre alla valutazione del merito di credito, effettua attività fiscale e, quando necessario, attività di recupero crediti<sup>34</sup>.

Il funzionamento di Smartika appena illustrato rispecchia la struttura usuale delle piattaforme di *social lending* delle esperienze straniere ed è proprio anche di "Prestiamoci", l'altro operatore attualmente presente in Italia<sup>35</sup>.

Prestiamoci ha però delle particolarità: da una parte i richiedenti devono dichiarare lo scopo per cui richiedono il prestito, dall'altra il prestatore stesso ha la possibilità di decidere come utilizzare fino al 40% del capitale offerto (c.d. *cherry picking*), ossia quale progetto finanziare tra quelli in attesa di finanziamento sulla piattaforma (c.d. *marketplace*).

Inoltre la società finanziaria titolare della piattaforma di *social lending* partecipa ai finanziamenti in una misura variabile tra l'1% e il 10% del capitale erogato, fatto importante nell'ottica dell'allineamento di interessi tra prestatori ed intermediario.

I prestatori possono scegliere in che settore impegnare il proprio denaro (famiglia o impresa) e per quanto tempo (12 - 24 - 36 - 48 mesi), ma non il livello di rischio del prestatore e il tasso d'interesse, che viene giornalmente determinato dall'intermediario.

---

<sup>34</sup> TAEG medio dei prestiti erogati nell'aprile 2013 da Smartika: 9,1%. Tasso medio riconosciuto ai prestatori nel primo anno di attività: 6,5 %.

<sup>35</sup> Prestiamoci è una piattaforma di *social lending* di proprietà di Agata S.p.A., società finanziaria autorizzata da Banca d'Italia ai sensi dell'art. 106 TUB, attiva non soltanto nell'intermediazione dei prestiti tra privati. L'importo prestabile e richiedibile va da un minimo di € 1500 ad un massimo di € 25000, mentre il rischio per il prestatore viene ridotto con il frazionamento del capitale offerto in trenta quote ossia finanziamenti diversi.

#### 4. Le forme del credito e la causa di finanziamento

L'archetipo del contratto di credito è il contratto di mutuo, del quale il contratto di cessione del quinto costituisce un'interessante variazione.

Rientrano ormai nella tradizione bancaria l'apertura di credito, lo sconto e l'anticipazione, cui si affiancano oggi quelle che dal TUB sono definite <<particolari operazioni di credito>> (ossia il credito fondiario, alle opere pubbliche, agrario e peschereccio, a medio e lungo termine per le imprese) e che fino al 1993 costituivano parte del c.d. credito speciale, esercitabile solo da appositi istituti<sup>36</sup>.

Tra queste particolari operazioni rientra anche il credito su pegno, che tuttavia per motivi storici merita separata menzione, benché sia oggi superato, nella sfumatura etica, dal microcredito<sup>37</sup>.

Da ultimo vanno ricordati il contratto di *leasing*, strumento idoneo a soddisfare tanto esigenze di consumo quanto produttive, ed il prestito ipotecario vitalizio, introdotto nell'ordinamento solo recentemente.

Si è così velocemente percorsa la "vetrina" del credito tradizionale ma, per completezza, bisogna rilevare che oggi <<il credito all'impresa si annida sovente in operazioni insospettabili, inerenti ad atti di investimento>>, ossia si realizza anche

---

<sup>36</sup> Sul d.lgs. 481/1992 che permise a tutti gli enti creditizi l'esercizio di qualsiasi attività di finanziamento e sul successivo intervento del d.lgs. 385/1993 a modifica dei crediti speciali: B. Cusato, *Il credito. Forme sostanziali e procedurali*, Cedam 2010, pp. 9-10.

<sup>37</sup> Il padre del microcredito, inteso come <<*small loans to very poor people for self-employment projects that generate income, allowing them to care for themselves and their families*>>, è l'economista e premio Nobel per la Pace Mohammad Yunus, nato in Bangladesh nel 1940. Yunus, dopo aver conseguito una laurea ed un dottorato in economia, iniziò l'attività di professore universitario durante la quale si rese conto della distanza tra le teorie economiche che insegnava e la realtà del suo paese. Nel marzo 2009 durante una conferenza presso la Fondazione Cariplo a Milano affermò: <<Non potevo insegnare le eleganti teorie dell'economia nelle classi universitarie mentre c'era la terribile carestia del Bangladesh>>. Per questo elaborò un sistema di piccoli finanziamenti per i poveri rifiutati dalle banche, volto a sottrarli dagli usurai e sostenerli in una piccola attività produttiva. Il meccanismo era semplice: dal momento che è difficile che le grosse somme vengano restituite è meglio prestare piccole somme, senza garanzie, a gruppi di persone, affinché si aiutino vicendevolmente nella restituzione, assistendoli e consigliandoli nell'attività. Il primo prestito di 27 dollari fu a favore di donne che costruivano sgabelli di *bamboo* ma che dovendo sottostare agli interessi usurari di chi forniva loro i materiali non realizzavano profitti. Nel 1983 Yunus istituzionalizzò il microcredito fondando la *Graamen Bank*, la quale ad oggi ha erogato prestiti a poverissimi per oltre 7 miliardi di dollari, con il tasso di restituzione incredibilmente alto del 98%, facendo uscire il 65% dei beneficiari dalla soglia della povertà. Dal 1995 *Graamen Bank* non accetta più donazioni, ma si basa sui depositi dei suoi azionisti, che sono gli stessi poveri beneficiari dei prestiti. In Italia il microcredito viene introdotto all'art. 111 del TUB dal d.lgs. 141/2010.

attraverso la negoziazione di strumenti finanziari<sup>38</sup>.

Come si vedrà nel corso del terzo capitolo, non ogni tipologia di credito si presta alla cartolarizzazione, stanti i requisiti esplicitamente previsti dalle legge 130/1999 nonché i requisiti impliciti derivanti dalla struttura e finalità dell'operazione: in tale sede si effettueranno i necessari approfondimenti e le dovute distinzioni.

In base alla normativa generale sui contratti, i contratti di credito devono presentare i quattro requisiti elencati all'art. 1325 cc: l'accordo delle parti, la causa, l'oggetto e la forma quando prescritta dalla legge sotto pena di nullità.

Il mutuo gratuito o a tasso d'interesse legale tra privati può essere validamente concluso oralmente con la semplice consegna della somma o dei beni, mentre si rende necessaria la forma scritta in caso di previsione di interessi superiori alla misura legale (art. 1284 cc, u.c.) o di coinvolgimento di un finanziatore che, in qualità di intermediario esercente in modo professionale l'attività creditizia, ha l'obbligo di redigere i contratti per iscritto e consegnarne un esemplare al cliente (art. 117 TUB).

La forma scritta non è peraltro sufficiente quando il credito è garantito da ipoteca, dovendosi ricorrere alla forma dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata ai fini di validità e iscrizione della stessa nel registro immobiliare (art. 2821 cc).

Per quanto concerne la causa, questa è stata tradizionalmente descritta come la - funzione economico-sociale del contratto<sup>39</sup>, ed in tale ottica certa dottrina individua la causa dei contratti di credito nel trasferimento effettivo o potenziale della proprietà di una somma di denaro e nell'obbligo di restituzione del *tantundem*<sup>40</sup>.

In tale ambito si distinguerebbe poi tra causa di credito in senso stretto, propria dei contratti volti ad attribuire la facoltà di utilizzare la somma per un certo periodo di

---

<sup>38</sup> D. Maffei, *Molteplicità delle forme e pluralità di statuti del credito bancario nel mercato globale e nella società plurale*, in "Le nuove leggi civili commentate", 04/2012, p. 731.

<sup>39</sup> Per la più autorevole formulazione della causa come funzione economico-sociale del contratto si veda E. Betti, *Teoria generale del negozio giuridico*, Edizioni Scientifiche Italiane 1943, p. 111.

<sup>40</sup> Si veda: A. Luminoso, *I contratti tipici e atipici – Contratti di alienazione, di godimento, di credito*, in G. Iudica, P. Zatti (a cura di), "Trattato di diritto privato", Giuffrè 1995, p. 675. Analogamente circa il contratto di mutuo in P. Trimarchi, *Istituzioni di diritto privato*, Giuffrè 2007, p. 190: <<La causa del mutuo è il trasferimento al mutuatario di una determinata quantità di denaro (o di altre cose fungibili), con l'impegno del mutuatario di restituirla successivamente. >>



tempo, e causa di credito in senso lato, relativa invece ai c.d. contratti di disponibilità, <<caratterizzati dalla contemporaneità della facoltà di uso di una somma di danaro da parte della banca e della disponibilità, cioè facoltà di disporre *ad nutum* o con brevissimo preavviso della stessa somma, da parte del cliente>><sup>41</sup>.

Tale ricostruzione risentirebbe però di alcuni limiti: servendosi del termine credito sembra richiamare la sola attività bancaria ed i relativi contratti; non tiene conto delle altre facilitazioni finanziarie che lo stesso legislatore di recente ha espressamente affiancato al prestito nell'elencazione delle forme del credito al consumatore (art. 121 TUB); non pone in rilievo l'essenzialità del differimento temporale delle prestazioni di finanziatore e finanziato.

Potrebbe dunque essere più opportuno parlare di contratti di finanziamento, ricorrendo nella definizione di questi al concetto di utilità e descrivendo la causa di finanziamento come l'attribuzione di un'utilità finanziaria con l'obbligo di restituzione del *tantundem* ad una scadenza differita, laddove l'utilità può concretamente consistere in un bene, in una somma di denaro *et cetera*<sup>42</sup>.

Inoltre <<*utilitas* vuole indicare che il finanziato usa il bene in modo da trarne tutti i possibili vantaggi economici, senza preoccuparsi di dover agire, disponendone materialmente, rispettando determinate regole a tutela degli interessi vantati dal finanziatore; quest'ultimo, infatti, ha soltanto un diritto di credito, deve ottenere la restituzione del *tantundem*>><sup>43</sup>.

Nello studio della causa di un singolo contratto la teoria della funzione economico-sociale impone all'interprete di individuarvi uno schema tipico, dunque per definizione lecito e, nell'impossibilità, di determinare la funzione astratta del contratto per valutarne la meritevolezza ai sensi dell'art. 1322 comma 2 cc.

Tale concezione della causa, fondata sulla stessa relazione al codice civile, è stata però di recente abbandonata dalla giurisprudenza che, al di là delle manifestazioni

---

<sup>41</sup> G. Sena, *Contratti di credito, contratti di custodia, contratti di disponibilità*, in "Rivista trimestrale di diritto e procedura civile", 1956, p. 488 ss.

<sup>42</sup> Certa dottrina individua invece il contratto di finanziamento come un sottotipo del contratto di credito, caratterizzato dall'obbligo di destinazione della somma di denaro ricevuta dal sovvenuto. Cfr: I. Demuro (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Giappichelli 2010, pp. 89-90.

<sup>43</sup> R. Clarizia, *La causa di finanziamento*, in "Banca, borsa, titoli di credito", I/1982, pp. 618-622.

programmatiche di adesione, già da tempo applica la teoria della causa in concreto nel decidere i casi giunti alla propria attenzione<sup>44</sup>.

Secondo questo nuovo orientamento la causa è la <<ragione che concretamente giustifica il particolare contratto in esame, alla luce delle specificità rilevanti che lo connotano>><sup>45</sup>.

Pertanto per affermare l'esistenza della causa di un contratto si rende necessario uno studio della specifica promessa nel particolare contesto di circostanze, finalità e interessi: la causa di finanziamento sarà allora esistente nel momento in cui la specifica promessa del finanziatore (attribuzione di un'utilità finanziaria) è sostenuta e giustificata dalla controprestazione del finanziato (restituzione del *tantundem*) nell'oggettivo contesto della pattuizione<sup>46</sup>.

In tale ottica è stato allora possibile affermare, ad esempio, la nullità per mancanza

---

<sup>44</sup> A proposito di tale nuovo orientamento: C. U. Transatti, *La Cassazione sposa la tesi della causa in concreto del contratto*, in "Rivista del notariato", 01/2007, p. 184. Il difetto principale della teoria della causa come funzione economico-sociale del contratto consisteva nell'affermazione di una causa sempre identica in ogni negozio dello stesso tipo, stabilita astrattamente ed immutabilmente dall'ordinamento, così da non potersi immaginare illiceità della causa di contratti tipici, nonostante il contrario dettato dell'art. 1418 cc. Per tale motivo la Corte di Cassazione pur accogliendo la nozione di causa come funzione economico-sociale del contratto, da tempo nel vagliare i contratti andava comunque a studiarla in concreto (Cass. Sez. un., 11 gennaio 1973, n. 68: <<Anche in ordine ai contratti tipici, il normale processo ermeneutico che consiste nel vedere se un determinato contratto posto in essere in concreto risponda ad un determinato tipo ed abbia tutti gli elementi e tutte le caratteristiche volute dal tipo astratto, deve essere fatto in relazione a tutti gli elementi previsti dall'art. 1325 e quindi anche in relazione alla causa, in ordine alla quale quindi va rapportata la funzione del negozio concretamente creata per quel tipo e che è pur sempre funzione obiettiva indipendente dai motivi che hanno determinato la contrattazione.>> Si veda anche Cass. Sez. un., 11 gennaio 1973, n. 63). Sul merito della giurisprudenza di non rimanere inceppata <<nel ragionamento che conduce alla soluzione operativa>> si veda: R. Sacco, G. De Nova, *Il contratto*, in R. Sacco (a cura di), "Trattato di diritto civile", tomo secondo, UTET 2004, p. 788.

<sup>45</sup> V. Roppo, *Il contratto*, in G. Iudica, P. Zatti (a cura di), "Trattato di diritto privato", Giuffrè 2001, p. 363.

<sup>46</sup> <<La causa è l'elemento che giustifica il sacrificio dell'uno e/o dell'altro contraente. Giustificandolo, ne rende possibile l'effetto, e, cosa notevole, rende questo effetto irreversibile (...). Spetta alla dottrina spiegare in quali casi una dichiarazione contrattuale manchi di questo requisito. Occorrono, a tal fine, indagini rivolte alle regole di decisione. E queste indagini sono fiorite, in Italia, per merito di Gorla. (...) L'oggetto dell'esame torna implicitamente ad essere la promessa, più che non il contratto. (...) Nel passare in rivista i diversi elementi che possono puntellare la promessa, individua la controprestazione, il vantaggio economico del promittente, la forma solennissima della donazione, la consegna della cosa nei contratti reali, forse anche la pubblicità nelle promesse al pubblico: in genere, gli elementi capaci di giustificare un serio affidamento del promissario>>. R. Sacco, G. De Nova, *Il contratto*, in R. Sacco (a cura di), "Trattato di diritto civile", tomo secondo, UTET 2004, pp. 792-793.

di causa concreta del contratto di mutuo stipulato al fine esclusivo di ripianare una preesistente esposizione debitoria di conto corrente priva di certezza per la possibile nullità di clausole di capitalizzazione degli interessi<sup>47</sup>.

Tuttavia ciò non implica un ritorno alle teorie soggettive della causa e alla rilevanza del dato psicologico delle parti, i cui scopi ulteriori restano nell'ambito dei motivi tecnici, giuridicamente irrilevanti, con la sola importante eccezione prevista all'art. 1345 cc<sup>48</sup>.

Peraltro lo scopo ulteriore del finanziato è spesso difficile da individuare, mentre è più facile l'analisi del profilo del finanziatore il quale, essendo nella maggior parte dei casi un soggetto che svolge professionalmente l'attività creditizia, di regola mira a concludere con successo le operazioni di finanziamento traendo profitto dagli interessi pattuiti.

Per questo motivo l'erogazione del credito è normalmente preceduta da un'attenta e scrupolosa istruttoria finalizzata alla valutazione della capacità restitutoria di chi richiede affidamento.

Qualora il rischio di futura insolvenza sia troppo elevato, il credito non viene normalmente accordato, a meno che il sistema offra all'operatore la possibilità di trasferirlo a terzi, eventualità non remota che nella forma della cartolarizzazione dei crediti costituirà più avanti il cuore del presente studio.

È necessario anticipare che in quest'ultima ottica il finanziatore non è incentivato ad effettuare un attento *screening* del debitore e pertanto svolge come una mera formalità la procedura di valutazione del merito creditizio che verrà descritta nel prossimo paragrafo.

La legge non prevede espressamente per le banche e gli altri intermediari regolati dal

---

<sup>47</sup> Sentenza Trib. Lecce, 01 febbraio 2013, Sez. Dist. Casarano, Est. M. G. Perrone. (<http://www.ilcaso.it>)

Cfr: G. Tarantino, *Illiceità del contratto: è necessario verificare l'effettiva intenzione dei contraenti*, in "Diritto e Giustizia", ([www.dirittoegiustizia.it](http://www.dirittoegiustizia.it)) : <<L'individuazione della causa in concreto è preliminare ad una valutazione della liceità del contratto rispetto all'ordinamento. Per appurare tale circostanza, è necessaria un'indagine che, secondo il S.C., non può prescindere dall'apprezzamento degli interessi che lo stesso negozio è destinato a realizzare, quali emergano dalle circostanze obiettive (pregresse, coeve e successive alla conclusione).>>

<sup>48</sup> Art. 1345 cc – Motivo illecito: <<Il contratto è illecito quando le parti si sono determinate a concluderlo esclusivamente per un motivo illecito comune ad entrambe.>>

Sul tema: P. Pirruccio, *La nullità del contratto tra causa illecita e motivo illecito comune*, in "Giurisprudenza di merito", 01/2005, p. 203.

TUB l'obbligo di astenersi dal finanziamento in presenza di una negativa valutazione del merito di credito, tuttavia occorre riflettere se un limite non possa derivare dalla disciplina generale dei contratti.

Perché la causa non sia illecita, con conseguente nullità del contratto, occorre, tra l'altro, che questa non sia contraria a norme imperative, all'ordine pubblico e al buon costume.

L'erogazione di un finanziamento ad un prestatore non meritevole può essere dovuta ad errore operativo e come caso isolato venire assorbita dal patrimonio di vigilanza della banca finanziatrice, ma potrebbe assumere una rilevanza diversa nel momento in cui si inserisse in un piano d'impresa caratterizzato dalla creazione seriale di esposizioni creditizie prive di qualità con il palese obiettivo di trarre profitto dal trasferimento di queste a terzi investitori attraverso operazioni di cartolarizzazione.

L'art. 5 TUB prevede infatti che l'attività bancaria sia condotta alla luce della <<sana e prudente gestione>> nonché della stabilità complessiva, dell'efficienza e della competitività del sistema finanziario, principi con cui contrasta il modello di *business* appena presentato<sup>49</sup>.

<<Si tratta, per un verso, di proteggere il grande pubblico dei risparmiatori, di scongiurare il pericoli che i risparmi depositati presso le banche siano da queste trafugati (ciò che, oggi come in passato, accade non di rado) o perduti in incaute operazioni di credito. Si tratta, per altro verso, di mantenere sotto controllo il mercato del danaro per evitare che le banche, concedendo credito con eccessiva larghezza, o, all'opposto, lesinando eccessivamente il credito, provochino fenomeni, rispettivamente, di inflazione o di ristagno della produzione>><sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> In F. Di Marzio, *Ancora sulla concessione abusiva di credito*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 05/2012, p. 692 ss, si afferma che quando il professionista del mercato del credito svolge negligenzemente la verifica del merito creditizio del finanziato o anche agisce con dolo <<conclude un contratto di credito che secondo il principio della sana e prudente gestione dell'attività non avrebbe dovuto stipulare>>. Si veda anche: D. Galletti, *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Il Mulino 2006, p. 431.

Il principio della sana e prudente gestione s'incontra anche all'art. 14 (Autorizzazione all'attività bancaria), all'art. 19 (Autorizzazioni), all'art. 20 (Obblighi di comunicazione), all'art. 56 (Modificazioni statutarie), all'art. 57 (Fusioni e scissioni), all'art. 61 (Capogruppo), all'art. 107 (Autorizzazione), all'art. 114-quinquies (Autorizzazione e operatività transfrontaliera) e all'art. 114-novies (Autorizzazione) del TUB.

<sup>50</sup> F. Galgano, *Trattato di diritto Civile*, Cedam 2010, volume secondo, p. 735. Sulla rilevanza dell'art. 5 TUB anche: L. Balestra, *Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito*, in

Si potrebbe dunque ipotizzare la nullità di siffatti contratti di credito per illiceità della causa derivante da contrarietà all'ordine pubblico, clausola generale che esprime l'insieme dei principi di struttura politica ed economica della società, senza la quale sarebbero rilevanti soltanto gli espressi divieti di legge.

Occorre invece che <<il negozio non contrasti con i principi ai quali le norme imperative sono ispirate. Tali principi possono ricavarsi per induzione dal sistema delle leggi, e i più importanti sono dichiarati nella Costituzione: al giudice il compito di tradurli in regole praticamente applicabili ai casi concreti, ad integrazione del complesso delle disposizioni di ordine pubblico espressamente dettate dal legislatore>><sup>51</sup>.

Nel caso specifico, si può rinvenire una copertura dell'art. 5 TUB in Costituzione, laddove all'art. 47 è stabilito che <<la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito>>.

La seriale concessione di credito a prenditori privi di merito sembra andare nella direzione opposta, dal momento che disperde il risparmio, sottraendo risorse agli investimenti produttivi.

Si può inoltre considerare anche l'art. 41 della Costituzione laddove al secondo comma è previsto che l'iniziativa economica privata non si svolga <<in contrasto con l'utilità sociale>>.

Se si intende l'utilità sociale nella concezione di Jeremy Bentham quale finalità cui va indirizzata ogni iniziativa economica per il raggiungimento della maggior quantità di benessere per il maggior numero di individui, la deliberata e seriale concessione di credito senza merito incontra un altro freno<sup>52</sup>.

È del pari verosimile ipotizzare la nullità del contratto di finanziamento per illiceità della causa derivante da contrarietà al buon costume, se esiste un sentire comune <<'al quale la generalità delle persone corrette uniforma il proprio comportamento', secondo cui è contrario al comune senso di onestà porre a base dell'azione d'impresa il disprezzo sistematico e seriale delle legittime aspettative dei consociati, nella

---

“Giurisprudenza commerciale”, 01/2013, p. 109.

<sup>51</sup> P. Trimarchi, *Istituzioni di diritto privato*, Giuffrè 2007, pp. 200-204.

<sup>52</sup> “La maggior felicità del maggior numero” è il postulato fondamentale dell'utilitarismo di Bentham. Cfr: N. Bobbio, *Il positivismo giuridico*, Giappichelli 1996, p.86

consapevolezza di indurre gravemente in perdita le controparti contrattuali e di cagionare contestualmente sia danni sistemici sia fenomeni, come usa dire, di selezione avversa, in breve la sfiducia (o la fuga) degli investitori dagli investimenti o da un certo tipo di investimenti>><sup>53</sup>.

L'erogazione del credito senza merito delude sicuramente le aspettative dei consociati, i quali fanno affidamento sulla diligenza del finanziatore professionale, che peraltro non può ignorare la pericolosità di tale *modus operandi* considerata la crisi globale innestata dalla nota vicenda dei mutui *sub-prime*.

Qualche difficoltà potrà piuttosto rinvenirsi sul piano probatorio, laddove si deve dimostrare che il singolo contratto di credito a prenditore privo di merito fin dal momento dell'erogazione si inserisce in una precisa strategia d'impresa rispondente ad un modello *originate to distribute* degenerato.

Il contratto nullo non produce effetti e, nel caso in cui le prestazioni siano già state eseguite, queste devono essere ripetute.

Nel caso specifico del contratto di credito, il debitore dovrebbe allora immediatamente restituire quanto ricevuto, senza gli interessi legali o pattuiti, e potrebbe chiedere la ripetizione degli interessi eventualmente già pagati.

Nel momento in cui lo specifico credito fosse già stato ceduto mediante cartolarizzazione, la dichiarazione di nullità del contratto che lo origina lo farebbe venire meno, imponendo al cedente di restituire il prezzo ricevuto come corrispettivo della cessione.

È evidente che una situazione di questo genere riproposta su ampia scala può compromettere un'intera operazione di cartolarizzazione, che non garantirebbe più *cash flow* agli investitori, ma al massimo la restituzione del capitale investito, solvibilità dell'*originator* dell'operazione permettendo.

Una giurisprudenza che intraprendesse la strada della dichiarazione di nullità di siffatti contratti di finanziamento contribuirebbe allora alla responsabilizzazione dei prestatori e, consequenzialmente, al miglioramento del mercato della cartolarizzazione dei crediti.

---

<sup>53</sup> D. Maffei, *Il conflitto di interessi e la tutela degli investitori*, in G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari (a cura di), "I contratti per l'Impresa", volume secondo, Il Mulino 2012, p. 242. Il passo richiamato si inserisce però nel diverso ambito della tutela degli investitori laddove, ai sensi del TUF, l'intermediario è mandatario che deve raffigurarsi e perseguire l'interesse del cliente.

## 5. L'istruttoria di affidamento

L'erogazione del credito è necessariamente preceduta da due fasi: la richiesta di affidamento e la relativa istruttoria<sup>54</sup>.

Con la richiesta di affidamento una persona fisica o giuridica si rivolge ad un finanziatore per essere “affidato”, ossia per ottenere credito in una determinata forma tecnica e per un certo importo, che vengono fissati unitamente ai dati identificativi del richiedente su apposito formulario fornito dal finanziatore stesso.

La richiesta è normalmente accompagnata da una serie di documenti necessari per l'istruttoria, ossia il procedimento attraverso il quale il finanziatore valuta se accordare il credito.

Questi ovviamente non si basa solo sulla documentazione fornita, ma anche su ulteriori elementi reperibili in banche dati interne o esterne alla propria organizzazione.

È importante che nella richiesta vengano indicate anche le garanzie offerte, tenendo presente però che queste dovrebbero essere elemento necessario ma non sufficiente per l'accoglimento della richiesta.

L'istruttoria è finalizzata alla valutazione della capacità reddituale e di rimborso del richiedente, in assenza delle quale il credito non viene di norma concesso.

Talvolta si determina che il credito sostenibile è inferiore a quello richiesto o sarebbe meglio gestibile se erogato in forma diversa da quella domandata, pertanto si arriva ad una proposta di affidamento che diverge dalla richiesta.

L'istruttoria si articola normalmente in cinque fasi: analisi preliminare, acquisizione della documentazione e delle informazioni, valutazione della controparte, acquisizione e valutazione delle garanzie, formalizzazione della relazione tecnica e proposta di affidamento.

Nell'analisi preliminare il responsabile dell'istruttoria verifica che la domanda sia stata completata in tutti le sue parti e sia stata allegata la documentazione necessaria, nonché che non vi sia manifesta irricevibilità della stessa<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> Cfr: G. Tilli, *La concessione e la gestione del fido nelle BCC*, Ecra 2011.

<sup>55</sup> Risulta evidente che la richiesta di credito dell'incapace di agire non possa essere considerata,

Se il controllo ha esito positivo si realizza un fascicolo (ormai elettronico) comprendente, oltre alla domanda e ai suoi allegati, ogni informazione reperibile nelle banche dati interne, qualora il richiedente sia già cliente, ed ogni informazione dalle banche dati pubbliche (Centrale dei Rischi<sup>56</sup> e Centrale di Allarme Interbancaria di Banca d'Italia<sup>57</sup>) e private (Crif ed Experia, per citare le più importanti)<sup>58</sup>.

---

mentre più particolare potrebbe essere il rifiuto al richiedente che non ha residenza, domicilio, sede o operatività lavorativa nella zona di competenza territoriale di una banca di credito cooperativo.

<sup>56</sup> La Centrale dei Rischi – il cui funzionamento è regolato dalla Circolare di Banca d'Italia n. 139/91 “Centrale dei rischi. Istruzioni per gli intermediari partecipanti” - svolge la funzione di informare in merito a determinati rapporti di credito e di garanzia di banche e altri intermediari con persone fisiche e giuridiche, la cui conoscenza è importante per ogni istituto che si trovi a dover valutare se concedere un affidamento o a gestire un rapporto già esistente.

In effetti il sovraindebitamento - inteso come <<squilibrio tra le obbligazioni assunte ed il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte>> - è sicuramente un pericolo per il sistema finanziario, nonché una situazione che una volta creata deve essere contrastata, non certo amplificata.

È infatti naturale che superate certe soglie il debito non sia più sostenibile, e dunque l'attivazione di nuove linee di credito diventi pratica nociva, dovendosi preferire piuttosto l'elaborazione di piani di rateizzazione per il rientro con i creditori già esistenti, secondo il modello delineato all'articolo 6 e seguenti della legge 03/2012.

La centrale dei Rischi si alimenta con le segnalazioni di banche ed altri intermediari, i quali sono tenuti mensilmente a comunicare il totale dei crediti verso i propri clienti, specificando le esposizioni di importo pari o superiore a € 30000 nonché le posizioni in sofferenza a prescindere dal valore.

La centrale provvede a raccogliere tutte le informazioni ricevute in merito ad un determinato soggetto ed inoltrarle agli istituti che ne hanno fornito segnalazioni (c.d. flusso di ritorno), nonché a quanti ne facciano domanda per esigenze istruttorie (c.d. prima informazione, che può avere una profondità storica fino a 36 mesi) o per rapporti esistenti non rientranti nell'obbligo di segnalazione.

In questo modo la Centrale dei Rischi persegue l'obiettivo di <<migliorare il processo di valutazione del merito di credito della clientela, innalzare la qualità del credito concesso dagli intermediari, rafforzare la stabilità finanziaria del sistema creditizio.>>

Oltre ai soggetti che contribuiscono alla formazione della banca dati, alle autorità di controllo e alla magistratura penale, possono accedere alle informazioni CR i diretti interessati, allo scopo di verificarne la correttezza ed attivarsi per la rettifica in caso di errore.

La Centrale dei Rischi ha concluso degli accordi con banche dati pubbliche di altri Stati europei, al fine dello scambio delle segnalazioni per una maggiore completezza e funzionalità del sistema.

<sup>57</sup> La Centrale d'Allarme Interbancaria (CAI), istituita ai sensi dell'art. 10-bis della legge 386/1990, è gestita attualmente dall'ente esterno SIA-SSB S.p.A.

Questo sistema informativo raccoglie una serie di fatti negativi legati a strumenti di pagamento come carte di credito e assegni, che possono servire d'orientamento nella valutazione del merito creditizio di persone fisiche e imprese.

Precisamente, la CAI registra i soggetti:

1) che hanno emesso assegni bancari e postali senza autorizzazione o presentati al pagamento senza provvista, cioè senza che vi fossero fondi necessari per far fronte al pagamento dell'assegno;

2) a cui sia stata revocata l'autorizzazione all'utilizzo di carte di credito e di debito a causa del mancato pagamento delle somme relative alle transazioni o ai prelievi effettuati con le suddette carte.

Una segnalazione per i motivi del primo punto comporta il divieto, per la durata di sei mesi, di emettere assegni e di stipulare nuove convenzioni di assegno presso il sistema bancario e postale; mentre le registrazioni di cui al secondo punto mirano esclusivamente ad informare sulla revoca di carte di credito e di debito per due anni dal fatto, ma non escludono la possibilità di attivazione di



Spesso è opportuno verificare le informazioni fornite dal richiedente attraverso i pubblici registri (registro delle imprese, registro immobiliare, registro dello stato civile, casellario giudiziale, registri di beni mobili).

Una volta acquisito tutto il materiale si può procedere alla valutazione della controparte, al termine della quale è individuato il profilo di rischio del richiedente, tenuto conto anche della eventuale esposizione debitoria già esistente.

Nella fase successiva si valuta la necessità di garanzie e si considera se quelle eventualmente offerte sono sufficienti oppure necessitano un'integrazione o modifica. Da ultimo il responsabile dell'istruttoria stila una relazione di sintesi dell'analisi condotta, nella quale esprime un parere motivato favorevole o meno alla concessione di credito.

Se ritiene che si possa accordare il credito, elabora una proposta contrattuale che viene trasmessa insieme alla relazione di sintesi all'organo interno competente all'accoglimento della richiesta o direttamente al richiedente, qualora al responsabile dell'istruttoria siano delegati i necessari poteri<sup>59</sup>.

Ricevuta la proposta, il richiedente può procedere alla conclusione del contratto, cui segue l'erogazione del credito, a meno che siano previste garanzie della quali si debba attendere il perfezionamento.

L'istruttoria è ovviamente differenziata a seconda che il richiedente sia una persona fisica o giuridica, fatto che incide considerevolmente sull'essenza stessa della valutazione e sulla documentazione da acquisire.

---

nuove carte qualora si trovi un emittente disposto a correre il rischio.

Le informazioni inviate alla CAI - da banche, intermediari emittenti carte di pagamento, uffici postali, Prefetti e Ministero della Giustizia - sono consultabili dal diretto interessato, dagli enti segnalanti, nonché dall'autorità giudiziaria.

Avere dei precedenti in Centrale d'Allarme Interbancaria può ostacolare la concessione del credito, dal momento che il finanziatore potrebbe temere una reiterazione di comportamenti scorretti.

<sup>58</sup> Sono i c.d. sistemi di informazioni creditizie (SIC) di natura privata e non gestiti da Banca d'Italia. Il funzionamento dei SIC è disciplinato dal *Codice di deontologia e di buona condotta per i sistemi informativi gestiti da soggetti privati in tema di crediti al consumo, affidabilità e puntualità nei pagamenti* (G.U. 23 dicembre 2004, n. 300), emanato ai sensi dell'art. 117 del Testo Unico sulla Privacy (d.lgs. 196/2003).

<sup>59</sup> Normalmente al responsabile dell'istruttoria è delegata la concessione di credito di una certa tipologia e/o fino ad un certo importo, riservandosi così all'attenzione dell'organo superiore solamente i finanziamenti più impegnativi per importo o forma tecnica.

La valutazione del merito dell'imprenditore comprende ad esempio i progetti e la capacità dell'imprenditore stesso, mentre nell'ipotesi di concessione di credito al consumatore la valutazione è operazione ontologicamente differente, che non considera l'impiego della somma richiesta ma si limita alla sola capacità restitutoria<sup>60</sup>. L'istruttoria può essere inoltre semplificata in ragione dell'importo e della forma tecnica di credito.

È infatti evidente che la richiesta di un mutuo ventennale richieda maggiori attenzioni di quella di un prestito contro cessione del quinto di durata quinquennale.

Nella cessione del quinto sarà probabilmente eccessivo verificare i registri immobiliari e i registri dei beni mobili, una volta accertati l'esposizione debitoria eventualmente già esistente, la durata del contratto di lavoro, l'importo della retribuzione e l'assenza di precedenti vincoli sulla stessa.

## **6. La valutazione del merito creditizio delle persone fisiche**

Nella richiesta di affidamento di una persona fisica i primi dati rilevanti da comunicare dopo quelli anagrafici, di domicilio e di contatto sono sicuramente l'occupazione e lo stato civile.

L'occupazione è di particolare interesse perché è la fonte del reddito con il quale si rimborsa il credito ricevuto, mentre lo stato civile è importante perché in caso di matrimonio è opportuno determinare il regime patrimoniale della famiglia ed accertarne i componenti, affinché possano stimarsi le spese che il richiedente deve sostenere per i bisogni fondamentali della famiglia e che potrebbero influire sulla sua capacità di rimborso.

In relazione all'occupazione è necessario che sia prodotta l'ultima busta paga unitamente alla dichiarazione dei redditi, attraverso la quale è possibile determinare la capacità reddituale del richiedente nonché la sua situazione patrimoniale.

---

<sup>60</sup> Del resto l'impiego del credito concesso nel mercato dei consumi risulta praticamente inevitabile. Pertanto <<la valutazione del merito creditizio del consumatore è un'operazione che necessariamente dovrà avere riguardo al passato e, quindi, alle pregresse vicende del consumatore stesso.>> Cfr: A. Simionato, *La valutazione del merito creditizio del consumatore nella direttiva 2008/48/CE*, in "Rivista di diritto bancario", pp. 2-4. ([www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it))

Relativamente alla vita personale invece il richiedente dovrebbe produrre il certificato di stato libero o di matrimonio, ed in quest'ultimo caso il certificato di stato di famiglia.

Talvolta per indagare intorno alla personalità e moralità del richiedente vengono richiesti anche il certificato generale del casellario giudiziale nonché il certificato dei carichi pendenti.

Il resto della documentazione necessaria per l'istruttoria viene invece procurato dal responsabile del procedimento: *in primis* questi ricercherà nei propri archivi se il richiedente è già stato affidato o è attualmente affidato nonché l'andamento dei suddetti rapporti, dopo di che si informerà sull'esposizione debitoria eventualmente già esistente consultando la Centrale dei Rischi della Banca d'Italia e le altre banche dati private.

Da ultimo andrà alla ricerca di precedenti pregiudizievoli nella Centrale di Allarme Interbancaria di Banca d'Italia, la quale rende noti gli usi impropri di strumenti quali l'assegno e le carte di pagamento.

Nelle istruttorie più complete per concessioni di credito considerevoli per importo e durata vengono effettuate anche visure dei registri di beni mobili nonché visure ipocatastali, al fine di verificare l'effettiva consistenza e solidità del patrimonio per l'eventualità in cui a fronte del mancato rimborso si dovessero rendere necessarie procedure esecutive, ma anche per il caso in cui fossero necessarie delle garanzie reali per la concessione.

Dopo aver raccolto tutto questo materiale si dovrebbe essere in grado di valutare l'affidabilità nonché la capacità di rimborso del richiedente in relazione al credito richiesto, considerando che di regola si ritiene sostenibile un finanziamento il cui piano di ammortamento richieda fino a un terzo della capacità reddituale mensile.

Le garanzie reali che accompagnano la domanda possono aiutare la concessione nei casi limite, ma non dovrebbero mai esserne il motivo principale.

Nel momento in cui il credito per essere concesso necessita delle garanzie di terzi bisognerà analizzare pure la situazione economica e patrimoniale del garante, in modo più o meno approfondito a seconda della realtà o personalità della garanzia offerta.

In materia di credito al consumo<sup>61</sup>, il d.lgs. 141/2010 ha introdotto l'art. 124-bis nel TUB per cui il finanziatore ha l'obbligo di valutare il merito creditizio del consumatore prima dell'erogazione del credito nonché ad ogni aumento significativo dell'importo già concesso<sup>62</sup>.

Tale norma va a rafforzare l'obbligo di verificare il merito creditizio già presente nella normativa prudenziale delle banche (Circolare 229/1999 di Banca d'Italia, titolo IV, capitolo 11), che viene così esteso a tutti i soggetti che esercitano professionalmente l'attività creditizia nei confronti dei consumatori.

Si è sostenuto in dottrina che codesta previsione sarebbe inutile o paradossale, dal momento che la valutazione della controparte corrisponde al preminente interesse del finanziatore.

La dottrina più attenta ha però rilevato che nella concreta operatività dei soggetti che operano professionalmente nel mercato del credito al consumo vi sono almeno due situazioni che privano il creditore dell'interesse a valutare il merito del consumatore: l'esistenza di garanzie che assistono il credito e il ricorso a uno strumento di trasferimento del rischio di credito, quale è la cartolarizzazione dei crediti<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Si suole designare con l'espressione "credito al consumo" non una particolare tipologia di contratto di credito, bensì ogni forma di finanziamento rivolta al consumatore, inteso come «persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta» ai sensi dell'art 121, comma 1, lettera b) TUB, purché non esclusa dall'art. 122 TUB. Nella prassi il credito al consumo si serve di negozi tipici normalmente rivolti anche a soggetti non consumatori (vendita rateale, apertura di credito e mutuo, che in questo ambito prende il nome di prestito personale), di negozi tipici specificamente pensati e utilizzati esclusivamente nel credito al consumatore (prestito contro cessione del quinto), nonché di negozi atipici spesso elaborati combinando elementi di contratti tipici (leasing al consumo). Il credito al consumo, che ha ricevuto una prima disciplina specifica con la direttiva 87/102/CE, è oggi nel nostro ordinamento regolato dagli art. 121-126 del TUB.

<sup>62</sup> La normativa attuativa del capo II («Credito ai consumatori») del titolo VI del TUB è stata emanata con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3 febbraio 2011: «Determinazioni in materia di credito ai consumatori». Rileva qui particolarmente l'art. 6 (Verifica del merito creditizio del consumatore): «Al fine di evitare comportamenti non prudenti e assicurare pratiche responsabili nella concessione del credito, i finanziatori assolvono all'obbligo di verificare il merito creditizio del consumatore, previsto dall'art. 124-bis del TUB, applicando le procedure, le metodologie e le tecniche relative alla valutazione e al monitoraggio del merito creditizio dei clienti previste ai fini della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati dagli articoli 53, 67, 108, 109 e 114-querterdecies del TUB e dalle relative disposizioni di attuazione».

<sup>63</sup> Cfr: A. Simionato, *La valutazione del merito creditizio del consumatore nella direttiva 2008/48/CE*, in «Rivista di diritto bancario», pp. 5-6. ([www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)). Per un'ulteriore situazione: G. Piepoli, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in «Banca, borsa, titoli di credito»,

In siffatte ipotesi la valutazione del merito creditizio comporta costi e tempi che al finanziatore appaiono evitabili, considerata la sicura restituzione del capitale prestato.

La norma che impone ai creditori la valutazione del merito del consumatore rivela dunque finalità di prevenzione del sovraindebitamento e di tutela non del creditore, bensì del mercato, per quanto in misura ridotta rispetto le intenzioni originali del legislatore europeo<sup>64</sup>.

Non è infatti stato previsto l'obbligo per il finanziatore di astenersi dall'erogare il credito in presenza di una valutazione di merito negativa, né questo è desumibile dall'obbligo di valutazione del merito creditizio (art 124 – bis TUB) o dagli obblighi informativi presenti nella normativa attuativa della direttiva 2008/48/CE<sup>65</sup>.

Certa dottrina rileva al più un obbligo di informazione circa il negativo risultato della valutazione, in assenza della quale sarebbe possibile configurare un risarcimento per il consumatore al quale derivasse un pregiudizio dal finanziamento comunque ottenuto<sup>66</sup>.

---

01/2013, pp. 38-67. Piepoli considera anche la peculiarità di rischi e profitti modesti nel settore del credito al consumo, a fronte della quale gli istituti <<sostengono i propri margini anche attraverso l'abbattimento dei costi relativi alle singole operazioni, realizzato attraverso la standardizzazione. Di conseguenza, quest'ultima finisce con il governare anche le dinamiche relative alla valutazione del merito creditizio. Pertanto, in questa prospettiva, si punta a calcolare preventivamente la percentuale di finanziamenti non rimborsati, da compensare eventualmente attraverso un corrispondente piano degli interessi>>.

<sup>64</sup> Sul tema: G. Piepoli, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/2013, pp. 38-67

<sup>65</sup> Nella letteratura economica si è evidenziato che se si affermasse un obbligo di astensione del finanziatore si potrebbe correre il rischio di erosione del profilo di autoresponsabilità del consumatore e di socializzazione degli effetti spalmati proprio sui consumatori in termini di innalzamento dei costi e di limitazioni all'accesso del credito. Cfr: M. Gorgoni, *Spigolature su luci (poche) e ombre (molte) della nuova disciplina dei contratti di credito ai consumatori*, in "Responsabilità civile e previdenza", 04/2011, p. 755 ss.

<sup>66</sup> Dalla violazione dell'obbligo si ricava la possibilità per il finanziato di ottenere un risarcimento in moneta o la rettifica del contratto. Cfr: G. Piepoli, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/2013, pp. 65-67.

## 7. La valutazione del merito creditizio delle imprese

La valutazione del merito creditizio delle imprese è necessariamente più articolata ed impegnativa di quella delle persone fisiche, per via della molteplicità dei rapporti che queste intrattengono, della complessità delle loro strutture, nonché della natura stessa dell'attività d'impresa per cui un operatore può essere un giorno presente e florido sul mercato, ma esserne espulso il giorno seguente da *competitors* meglio organizzati e innovativi.

Il formulario con cui si presenta la richiesta di affidamento è ovviamente diverso da quello predisposto per le persone fisiche, pur svolgendo in sostanza la stessa funzione.

Con esso infatti l'impresa deve identificarsi, dichiarare modalità ed importo del credito domandato, la situazione degli affidamenti già esistenti nonché illustrare la sua attività con particolare *disclosure* in relazione ad importanti temi come *governance*, *mission*, rapporti con clientela e fornitori per quanto concerne tempi e condizioni di pagamento.

Alla domanda devono essere necessariamente allegati il certificato d'iscrizione alla Camera di Commercio, i bilanci d'esercizio o rendiconti degli ultimi due o tre anni, la deliberazione di nomina delle cariche sociali nonché l'atto costitutivo e lo statuto per s.p.a. ed s.r.l. unitamente all'autorizzazione a richiedere l'affidamento dell'organo interno competente, se prevista dallo statuto.

Talvolta viene anche richiesto di rendere note la posizione tributaria e la situazione verso l'Inps.

Dopo l'analisi preliminare della richiesta, il responsabile dell'istruttoria verifica negli archivi interni se l'impresa è già stata affidata e se sono tuttora in corso dei rapporti, nonché i relativi andamenti, per poi procedere all'acquisizione di informazioni dalla Centrale dei Rischi di Banca d'Italia e dalle altre banche dati private in relazione ad esposizione debitoria complessiva ed eventuali precedenti pregiudizievoli.

In seguito si occupa di visure ipocatastali e dei registri di beni mobili per accertare il patrimonio dell'impresa, che potrebbe essere utilizzato per garanzie reali o che comunque sarebbe oggetto di procedure d'esecuzione in caso di insolvenza.

Completate queste attività, si passa alla fase più importante e complessa dell'intero procedimento: la valutazione della controparte basata sulla sua redditività, solvibilità e capacità finanziaria di far fronte ai debiti esistenti e futuri, per mezzo dell'analisi e riclassificazione dei bilanci, con talvolta l'ausilio ulteriore dei c.d. studi del settore in cui opera l'impresa.

Con il termine bilancio si indica normalmente l'insieme dei documenti contabili che un'impresa redige annualmente allo scopo di rappresentare la situazione patrimoniale e finanziaria, nonché il risultato d'esercizio.

Lo studio dei bilanci delle società di capitali, la cui struttura è precisamente regolata dal codice civile e più ricca che nelle società di persone, permette di conoscere l'impresa, sempre che non si adotti un regime di contabilità semplificata o non si ricorra al c.d. *cooking the books*<sup>67</sup>.

Per le società di capitali ex art. 2423 cc e seguenti il bilancio si compone di stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa, nonché di alcuni documenti allegati tra i quali spicca la relazione sulla gestione degli amministratori.

Per studiare tale bilancio è innanzitutto necessario riclassificarlo, ovvero riscriverlo aggregando le varie voci secondo una particolare disposizione che permette di rendere meglio percepibili gli elementi caratteristici dell'azienda e della sua gestione<sup>68</sup>.

Una volta riclassificato il bilancio è possibile procedere all'analisi per margini, basata su differenze algebriche tra alcune poste aggregate del conto economico o dello stato patrimoniale, nonché all'analisi per indici, ossia a costruire rapporti tra alcune voci aggregate dello stato patrimoniale e del conto economico, al fine di evidenziare gli aspetti principali di natura patrimoniale, finanziaria ed economica.

---

<sup>67</sup> *Cooking the books*, espressione che indica l'alterazione dei dati di bilancio attraverso omissioni o infedeltà relative a fatti gestionali nonché attraverso numerosi trucchi ed espedienti dei quali si ha un'interessante panoramica al terzo capitolo (Attendibilità dei bilanci) di M. Peruzzi, *Credit Enhancement. La valutazione del merito creditizio delle imprese*, Ipsa 2010.

<sup>68</sup> Per un primo approccio all'analisi di bilancio da un punto di vista tecnico si possono vedere: G. Tili, *La concessione e la gestione del fido nelle BCC*, Ecra 2011; M. Muscettola, *Analisi di bilancio ai fini dell'accesso al credito. Guida per imprese e bancari per la determinazione del rating*, Franco Angeli 2010 nonché M. Tutino, *Dispensa per il corso di bilancio* ([http://host.uniroma3.it/facolta/economia/db/materiali/insegnamenti/601\\_5074.pdf](http://host.uniroma3.it/facolta/economia/db/materiali/insegnamenti/601_5074.pdf))

In seguito con l'analisi per flussi si apprezzano le variazioni delle fonti e degli impieghi da un anno all'altro, così da rilevare come, perché e con quale utilità è variata l'allocazione delle risorse, ossia scoprire quali sono state le politiche di investimento e finanziamento seguite.

Talvolta il bilancio tra gli allegati contiene già il rendiconto finanziario con queste informazioni, perciò bisogna esclusivamente verificarne i dati.

Dalla lettura del bilancio riclassificato, dei margini, degli indici e dei flussi emergono importanti indicazioni circa la solidità, la redditività, l'economicità e l'efficienza dell'impresa.

A questo punto il responsabile dell'istruttoria ha a disposizione una nutrita serie di informazioni quantitative, qualitative, andamentali e settoriali, alle quali a seconda dell'istituto viene dato un peso diverso<sup>69</sup>.

Normalmente la considerazione maggiore spetta ai dati quantitativi ed ai dati andamentali, mentre si nota minore interesse per i dati settoriali e qualitativi<sup>70</sup>.

Secondo un recente studio pubblicato sulla rivista "Bancaria" le determinanti del credito alle medie imprese variano in funzione del ciclo economico<sup>71</sup>.

Si è osservato che prima della crisi del 2007 la relazione banca-impresa era cruciale nella concessione del credito, mentre nel periodo successivo assume maggiore importanza la virtuosità dell'impresa - da intendersi come patrimonializzazione,

---

<sup>69</sup> I dati quantitativi non sono altro che i dati economico-finanziari ricavati dai bilanci, essenzialmente a seguito della loro riclassificazione e analisi.

I dati qualitativi raccolgono le informazioni sulle qualità e gestione dell'impresa. Vi rientrano ad esempio le informazioni sulla proprietà dell'impresa, sulla *governance*, sulla tecnologia e brevetti, sui macchinari e loro ammortamento nonché utilizzabilità residua, sui prodotti, sui mercati e canali di vendita, su strategie di *marketing* e innovazione.

I dati andamentali provengono dagli archivi interni e dalle banche dati, pubbliche come private. Mostrano il comportamento dell'impresa nel passato, mettendo in luce soprattutto la frequenza ed entità degli sconfinamenti, la movimentazione dei conti, l'esposizione debitoria complessiva ed il numero di controparti.

I dati settoriali provengono da ricerche ed elaborazioni di istituti di statistica e contribuiscono ad individuare la posizione dell'impresa nel settore, nonché le prospettive di questo.

<sup>70</sup> E. I. Altman, G. Sabato, *Modelling credit risk for Smes: Evidence from the U.S. Market*, in "Abacus", 09/2007, pp. 332-357.

<sup>71</sup> I. Lorenzon, M. Lucchetta, L. Pelizzon, *Il credito bancario alle imprese: le dinamiche prima e durante la crisi*, in "Bancaria", 02/2011, pp. 20-32.



efficienza e liquidità - in quanto consente alla banca di prevedere una maggiore facilità di rimborso dei prestiti.

Sembra inoltre che vi sia oggi una maggiore tendenza a premiare gli investimenti in ricerca e sviluppo.

## **8. L'influenza degli accordi di Basilea sull'erogazione del credito**

È ormai una verità inconfutabile che lo sviluppo del sistema economico dipenda strettamente dall'efficienza e stabilità del sistema finanziario<sup>72</sup>.

Per questo motivo gli Stati hanno da tempo sviluppato un sistema di regolamentazione e controlli in relazione a banche ed altri istituti finanziari, finalizzato alla crescita del sistema complessivo.

Nel 1974 si costituì il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria<sup>73</sup>, che con l'accordo del 1988 (*Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*) - noto come Accordo di Basilea I - avviò un percorso di regolamentazione comune culminato in Basilea II e tuttora in corso con l'attuazione di Basilea III<sup>74</sup>.

Con Basilea I, che ebbe come conseguenza anche la riduzione della concorrenza tra ordinamenti, si introdusse una correlazione tra capitale e rischio di credito: ogni banca dovette da quel momento accantonare come patrimonio di vigilanza l'8% del totale delle attività in e fuori bilancio, ponderate per il rischio cui è esposta, così da realizzare un cuscinetto per l'assorbimento delle perdite sui crediti.

Tale originaria impostazione portava indubbi benefici al sistema, ma era eccessivamente semplificata, dal momento che nella ponderazione dei crediti

---

<sup>72</sup> M. Peruzzi, *Credit enhancement. La valutazione del merito creditizio delle imprese*, Ipsa 2010, p. 105.

<sup>73</sup> Nell'ambito della Banca per i regolamenti internazionali (*Bank for International Settlements*) il comitato (*Basel Committee on Banking Supervision*) fu voluto dai governatori delle banche centrali del G10 per formulare le linee guida sulla regolamentazione dell'attività bancaria internazionale e promuovere la cooperazione nel campo della vigilanza.

<sup>74</sup> Nel presente paragrafo si cercherà di descrivere brevemente il sistema attualmente pienamente vigente (Basilea 2) per la determinazione del capitale di vigilanza delle banche a fronte del rischio di credito.

venivano considerati solamente la natura del prestatore dei fondi, il paese di provenienza e le garanzie eventualmente ricevute, risultandone una scarsa differenziazione tra crediti aventi livello di rischio molto distante.

Si rilevano poi come ulteriori mancanze l'assenza di considerazione di ulteriori rischi cui la banca è soggetta, dei benefici della diversificazione nel portafoglio, e della variabilità della congiuntura economica<sup>75</sup>.

Pertanto dopo anni di lavori preparatori<sup>76</sup> nel 2004 si procedette ad una revisione delle regole con un nuovo accordo noto come Basilea II<sup>77</sup> (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, a Revised Framework*), il quale, ai fini della determinazione della *capital adequacy*, tenne conto di ulteriori rischi (di mercato, legale e di reputazione, strategico, di operatività) nonché riconsiderò il rischio di credito.

Si stabilì che al credito erogato sia associato un *rating*, ossia un giudizio sintetico che riassume la capacità di rimborso del debitore e la probabilità di sua insolvenza ad un anno (*PD: probability of default*)<sup>78</sup>.

Sui *rating* si basa poi il sistema di ponderazione dei crediti, ossia il calcolo del loro

---

<sup>75</sup> Per una panoramica completa: F. Querci, *Rischio di credito e valutazione della loss given default. Misurazione, gestione e regole di Basilea 2*, Bancaria Editrice 2007, p. 67.

<sup>76</sup> Nel corso dei quali si ebbe tra l'altro un parziale intervento sull'accordo con l'Emendamento del 1996 che ha inserito apposite regole per il rischio di mercato cui è soggetto il portafoglio titoli non immobilizzato.

<sup>77</sup> L'accordo è confluito con delle variazioni nelle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, recepite in Italia con il decreto legge n. 297/2006 (convertito in legge con modificazioni dalla l. 15/2007) e la circolare 263/2006 di Banca d'Italia. Sulle implicazioni derivanti si veda A. Malinconico, *Garanzie e bank lending. Basilea 2 e le novità sulla gestione del rischio di credito*, Bancaria Editrice 2008, p. 61 ss.

<sup>78</sup> Sulla nozione di *rating* ed il procedimento di assegnazione: G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating tra crisi e rilancio della finanza globale*, Il Mulino 2009, pp. 75 -101. In passato vi era da parte delle agenzie la consuetudine di non divulgare le metodologie e prassi seguite nell'attribuzione del *rating*. Negli ultimi decenni le agenzie sono state costrette però a pubblicare delle note metodologiche, ed oggi l'art. 8 del reg. CE 1060/2009 impone una comunicazione al pubblico di metodologie, modelli e ipotesi principali utilizzati nelle attività di *rating* del credito come definite all'allegato I, sezione E, parte I, punto 5. I modelli adottati devono essere periodicamente rivisti e le eventuali modifiche devono essere parimenti pubblicizzate. Le agenzie di *rating* di norma effettuano un'analisi quantitativa - basata sul bilancio - e un'analisi qualitativa i cui principali fattori sono: localizzazione geografica e rischio paese, *trend* del settore in cui l'impresa opera, ambiente nazionale - politico - regolamentare, qualità del *management* e sua propensione al rischio, area di operatività e posizione competitiva, posizione finanziaria e fonti di liquidità, struttura dell'impresa.

peso nella determinazione del patrimonio di vigilanza dell'istituto, la quale peraltro tiene conto anche del rischio di mercato e del rischio operativo.

Migliore è il *rating*, minore è il capitale che la banca deve accantonare prudenzialmente.

L'accordo di Basilea II dunque è molto importante perché le banche oggi prima di accordare credito valutano la convenienza dell'operazione dal punto di vista del capitale che questa immobilizzerebbe come patrimonio di vigilanza, nonché legano il *pricing*<sup>79</sup> all'effettiva rischiosità del prestito<sup>80</sup>.

Ne derivano vantaggi per le imprese sane, che possono finanziarsi a condizioni migliori, e talvolta problemi per le piccole medie imprese, alle quali è più difficile assegnare un *rating* nel momento in cui seguono il regime di contabilità semplificata<sup>81</sup>.

Data la considerazione del rischio di mercato e del rischio operativo, attualmente il capitale da detenere a fronte dei rischi complessivi cui la banca è esposta può essere

---

<sup>79</sup> Dovendosi intendere per *pricing* <<non solo la determinazione del tasso attivo, ma la determinazione di tutte le condizioni da praticare nell'ambito della stipula di un contratto di finanziamento o di conto corrente. Infatti la decisione riguardante il tasso attivo concorre con tutte le decisioni riguardanti le altre condizioni del contratto (livello delle commissioni, durata, ammontare delle garanzie, ecc.) a determinare il profilo rischio – rendimento di una posizione.>> Cfr: *Le condizioni bancarie. La logica del pricing nelle banche*, in “Basilea 2 e le sue implicazioni”, Speciali Management Il Sole 24 Ore 09/2006. ([http://www.professionisti24.ilsole24ore.com/art/AreaProfessionisti/Economia%20e%20management/Dossier/NUOVO\\_PROFESSIONISTI/BASILEA\\_CONDIZIONI.pdf](http://www.professionisti24.ilsole24ore.com/art/AreaProfessionisti/Economia%20e%20management/Dossier/NUOVO_PROFESSIONISTI/BASILEA_CONDIZIONI.pdf))

<sup>80</sup> <<Sul fronte dell'innovazione, il *rating* ha introdotto elementi di forte novità nel processo di erogazione del credito. Prima della sua introduzione, le decisioni creditizie della banca erano essenzialmente di tipo binario limitandosi, di fatto, alla concessione o meno del prestito date le caratteristiche del finanziamento e il merito creditizio del richiedente. La valutazione del merito creditizio era definita sulla base della conoscenza del richiedente e sul pacchetto cauzionale a supporto della richiesta. I sistemi interni di *rating* sono, invece, modelli sofisticati che, utilizzando tecniche quantitative, misurano la probabilità che il soggetto richiedente possa entrare in una situazione di insolvenza entro un determinato orizzonte temporale. La misura della distanza dall'insolvenza diviene un elemento-guida che influenza non solo la concessione del prestito, ma anche le condizioni generali del finanziamento e i relativi tassi di interesse. Se fino agli anni Novanta le determinanti del *pricing* erano il tasso di sofferenza del sistema bancario e la dimensione economica del prestatore di fondi (più l'impresa è grande, minore è il costo di produzione del credito), oggi esiste una chiara relazione tra il rischio di controparte definito dal *rating* e i tassi praticati alla clientela.>> M. Modena, *Il credit rating tra scenari in evoluzione e nuova relazione banca-impresa*, in “Bancaria”, 12/2012, p. 62.

<sup>81</sup> Nella determinazione del costo del credito il rischio di controparte ha sostituito l'approccio basato sulla ripartizione mutualistica delle sofferenze e sul costo unitario di produzione del credito. Cfr: R. Maino, *Il rating 2.0: verso un social network rating?*, in “Sinergie Rapporti di ricerca”, 11/2012.

sinteticamente espresso dalla seguente formula:

$$\text{Patrimonio di vigilanza} \geq 8\% [12,5 (\text{PVrm} + \text{PVro}) + \text{TAPrc}]$$

con:

PVrm= patrimonio richiesto a fronte del rischio di mercato

PVro= patrimonio richiesto a fronte del rischio operativo

TAPrc= totale dell'attivo (in e fuori bilancio) ponderato per il rischio di credito

Il momento essenziale è sicuramente dato dalla ponderazione dell'attivo per il rischio di credito, al cui fine sono previste due metodologie alternative: un metodo *standard* (*a New Standardised Approach*), basato su *rating* rilasciati da agenzie esterne<sup>82</sup>, ed un metodo di *rating* interni (*IRB Approach*, ossia *an Internal Rating-Based Approach*), che deve essere sviluppato dalla singola banca e approvato da Banca d'Italia.

### 8.1. Il calcolo del rating con il modello standardizzato

Secondo il metodo *standard* il coefficiente di ponderazione (*risk weight*) è individuato in base al *rating* che viene assegnato al credito da un'agenzia specializzata esterna di valutazione del merito di credito<sup>83</sup> - scelta tra quelle

---

<sup>82</sup> Sulle origini e sviluppo delle agenzie di *rating*: G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating tra crisi e rilancio della finanza globale*, Il Mulino 2009, pp. 21-30. Il primo *rating* venne pubblicato da John Moody nel 1909 negli Stati Uniti, ma risalgono alla prima metà dell'Ottocento le prime agenzie di *credit reporting*, specializzate nella raccolta e fornitura di informazioni commerciali, per lo più in relazione ad imprese ferroviarie. Le vere e proprie agenzie di *rating*, sorte ad inizio del Novecento, regolate per la prima volta negli anni '30, vissero una fase di declino intorno alla metà del secolo, per poi tornare a svilupparsi nel periodo tra gli anni Settanta e Novanta con la crescita del mercato finanziario privato e la nascita di nuovi prodotti e servizi, fino a proporsi oggi come protagonisti nel campo della finanza strutturata e della *capital adequacy*.

<sup>83</sup> Le agenzie di *rating* del credito, regolate a livello d'Unione Europea dal reg. CE 1060/2009 e successive modificazioni, sono persone giuridiche la cui attività include l'emissione di *rating* del credito a livello professionale da intendersi come «parere relativo del merito creditizio di un'entità,

riconosciute idonee da Banca d'Italia in base a specifici criteri<sup>84</sup> (*ECAI*, ossia *External Credit Assessment Institutions*) – oppure in determinati casi assegnato da agenzie di credito alle esportazioni (*ECA*, ossia *Export Credit Agency*), riconosciute da Banca d'Italia o da un'autorità competente di altro Stato dell'Unione Europea.

Attualmente le agenzie esterne specializzate abilitate dall'autorità di vigilanza italiana sono *Fitch Ratings*, *Moody's Investors Service*, *Standard & Poor's Rating Services*, *Cerved Group* e loro controllate, i cui *rating*, seppur esposti con stringhe alfanumeriche differenti, sono confrontabili e associati alle classi di ponderazione del rischio previste dalle legge in base a tabelle (c.d. *mapping*) elaborate da Banca d'Italia, che tengono conto anche della tipologia di esposizione e della tecnica di attenuazione del rischio di credito eventualmente adottata<sup>85</sup>.

Nella circolare di Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006 sono indicati coefficienti di ponderazione per particolari ipotesi: per esposizioni prive di *rating* si adotta normalmente la ponderazione del 100%, che viene ridotta al 75% per la clientela *retail*<sup>86</sup> nonché al 50% o al 35% in presenza di ipoteca su immobili non

---

di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emesso utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito>>. La regolamentazione delle agenzie di *rating* verrà ampiamente trattata nel corso del quarto capitolo.

<sup>84</sup> <<Il riconoscimento di un'agenzia viene effettuato in base alla verifica di requisiti che riguardano sia la "metodologia" utilizzata per la definizione dei giudizi (oggettività, indipendenza, revisione periodica, trasparenza), sia le valutazioni che ne conseguono (credibilità e trasparenza).>> (Circolare Banca d'Italia n. 263/2006)

<sup>85</sup> Nella premessa al titolo II della circolare n. 263 del 2006 di Banca d'Italia sono individuate le seguenti classi di esposizioni in base alla natura della controparte ovvero caratteristiche tecniche del rapporto o delle modalità di svolgimento di quest'ultimo: amministrazioni centrali e banche centrali; intermediari vigilati; enti territoriali; enti senza scopo di lucro ed enti del settore pubblico; banche multilaterali di sviluppo; organizzazioni internazionali; imprese e altri soggetti; esposizioni al dettaglio; esposizioni a breve termine verso imprese; organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR); posizioni verso cartolarizzazioni; esposizioni garantite da immobili; esposizioni sotto forma di obbligazioni bancarie garantite; esposizioni scadute; esposizioni appartenenti a categorie ad alto rischio per fini regolamentari; altre esposizioni.

<sup>86</sup> *Circolare Banca d'Italia n. 236 del 2006. Titolo 2 Esposizioni al dettaglio (retail)*

<<Rientrano in questo portafoglio le esposizioni che soddisfano le seguenti condizioni: a) l'esposizione è nei confronti di persone fisiche o di piccole e medie imprese; b) l'esposizione verso un singolo cliente (o gruppo di clienti connessi) non supera l'1% del totale del portafoglio; ai fini del rispetto di questa condizione non si tiene conto né dei fattori di conversione del credito delle attività "fuori bilancio" né degli effetti degli strumenti di protezione del credito di tipo reale e personale che eventualmente assistono le attività per cassa e "fuori bilancio"; c) il totale delle esposizioni per cassa

residenziali o residenziali.

Quando un'esposizione scade - ossia viene classificata come incaglio o sofferenza oppure viene ristrutturata oppure è divenuta esigibile da novanta giorni - il coefficiente di ponderazione passa a seconda dei casi al 100% o al 150%, obbligando ad un incremento del patrimonio di vigilanza.

## 8.2. Il metodo dei rating interni (IRB)

In alternativa al metodo *standard*, la banca può decidere di sviluppare e adottare un proprio metodo interno di *rating* per la ponderazione degli attivi a rischio.

Se si soddisfano infatti i requisiti organizzativi e gestionali richiesti è possibile servirsi di coefficienti di ponderazione personalizzati per ogni singola esposizione, calcolati in base ad una funzione (c.d. funzione di ponderazione) basata su quattro valori-chiave, che sono:

- PD (*probability of default*): probabilità d'insolvenza ad un anno
- EAD (*exposure at default*): valore effettivo del credito nel momento dell'insolvenza, considerati gli utilizzi e rimborsi parziali già effettuati.
- M (*maturity*): durata residua dell'esposizione
- LGD (*loss given default*): perdita in caso di insolvenza, ovvero quanto non verrà recuperato anche a seguito di procedure esecutive ed escussioni di garanzie.

Esistono due varianti di *IRB APPROACH*: un approccio di base (*Foundation Approach*) per cui la banca determina in proprio solo la *probability of default*, servendosi per gli altri valori delle determinazioni regolamentari, ed un approccio avanzato (*Advanced Approach*), per cui la banca determina autonomamente tutti gli input necessari.

---

vantate dalla banca (o dal gruppo bancario) verso un singolo cliente (o un gruppo di clienti connessi), ad esclusione delle esposizioni garantite da immobili residenziali, non supera il valore di 1 milione di euro; ai fini del rispetto di questa condizione non si tiene conto degli effetti degli strumenti di protezione del credito di tipo reale e personale che eventualmente assistono le attività per cassa. Concorrono al calcolo del limite anche le esposizioni per cassa scadute (cfr. Sezione VI, paragrafo 1).

Non sono ricompresi nel portafoglio al dettaglio le obbligazioni, gli altri titoli di debito e gli strumenti finanziari emessi in serie, previsti dal codice civile.>>

Un'eccezione alla regola è prevista per la clientela *retail*, per cui la banca in ogni caso determina tutti i valori necessari.

È importante ricordare che nei metodi di *rating* interni non si ha un'unica funzione di ponderazione universale, valida per calcolare il coefficiente di ponderazione di ogni esposizione, bensì una differenziazione di funzioni in base al segmento di attività cui appartiene l'esposizione da ponderare.

Il metodo dei *rating* interni, che per altro deve essere conforme a precise linee guida e approvato dall'autorità di vigilanza nazionale, ha dei costi considerevoli di sviluppo e gestione, ma comporta i vantaggi di una maggiore precisione di determinazione del rischio e pertanto di un minor assorbimento di capitale.

## **CAPITOLO II**

### **LA CARTOLARIZZAZIONE**

1. La nascita negli Stati Uniti e la diffusione in Europa. – 2. L'uso fisiologico dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti. – 3. La situazione italiana: la prassi precedente alla legge 130/1999. – 4. In dottrina: il progetto di legge Rucellai. – 5. Il disegno di legge n. 5058 in tema di cartolarizzazione dei crediti, le osservazioni in dottrina e l'approvazione della legge 130/1999. – 6. Le successive modifiche e l'introduzione degli articoli 7-bis e 7-ter. – 7. L'incentivo a cartolarizzare per i primi due anni di vigore della legge.

Nel corso del precedente capitolo si sono illustrate le dinamiche fondamentali del credito, ponendo in particolar modo l'accento sulle determinanti della concessione: da una parte la valutazione del merito di credito del prenditore, tradizionalmente svolta dal finanziatore nel suo interesse, dall'altra gli accordi di Basilea, dai quali deriva l'obbligo per le banche di dotarsi di un patrimonio di vigilanza proporzionato ai rischi assunti in portafoglio crediti.

La valutazione del merito di credito permette di individuare prenditori presumibilmente dotati di capacità restitutoria tra i soggetti che richiedono affidamento, affinché non vengano disperse le risorse del finanziatore e sia possibile la continuazione dell'attività di finanziamento nel tempo.

Si è però rilevato che nella prassi si è recentemente affermato un nuovo modo di fare credito, focalizzato non più sul prenditore, bensì sul trasferimento del rischio di credito.

Da parte del creditore vi è un crescente disinteressamento per il merito del debitore, giustificato dalla possibilità di trasferire il credito ai mercati finanziari e dalla possibilità di trarre comunque profitto dalle commissioni delle operazioni realizzate.



In tale ottica si è fatto spesso ricorso all'operazione di cartolarizzazione dei crediti, tecnica finanziaria che fino a questo momento aveva avuto tutt'altro utilizzo.

Nel presente capitolo si rende dunque opportuno ripercorrere la storia della *securitization* quale innovazione finanziaria che negli anni '70 risolse la crisi del finanziamento del mercato immobiliare statunitense, dal momento che permise di trasformare quanto proviene da un'attività di finanziamento (i crediti) in valori mobiliari (*securities*) da offrire sul mercato per raccogliere denaro fresco ed impiegabile nell'erogazione di nuovi mutui ipotecari.

Lungi dal voler deresponsabilizzare il finanziatore, l'operazione di cartolarizzazione mirava piuttosto alla creazione di liquidità a beneficio del mercato del credito e dell'economia.

Esiste dunque una fisiologia dell'operazione che la rende utile per il sistema complessivo, nel momento in cui permette il finanziamento di un'attività, la gestione del rischio di credito, il rimodellamento del portafoglio crediti e, nel bilancio, l'allineamento tra scadenze dell'attivo e del passivo.

Dell'utilità e dei benefici di un'operazione di cartolarizzazione dei crediti si dirà ampiamente nel secondo paragrafo del presente capitolo, laddove si accennerà anche agli interessi di chi investe negli strumenti finanziari derivanti dalla stessa.

Chiarito ciò, si potrà intraprendere lo studio della *securitization* nell'ordinamento giuridico italiano, che ha recepito compiutamente tale tecnica solamente nel 1999 con la legge n. 130.

Alcune operazioni furono però realizzate già ad inizio anni '90, seppur con l'utilizzo di società veicolo straniere, indispensabili per il superamento degli ostacoli normativi derivanti da un sistema giuridico non predisposto.

Tale prassi, che comportava un considerevole aumento dei costi e impediva la nascita di un vero mercato italiano della cartolarizzazione, attirò presto l'attenzione della dottrina giuridico-economica italiana che, ripetutamente, fece appello per un intervento normativo, sollecitandolo anche il legislatore con la redazione di progetti di legge, tra i quali si dirà del Progetto Rucellai e del Progetto ABI.

Nel 1998 il Governo presentò un disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti (atto Camera n. 5058), che verrà illustrato nel corso del quinto paragrafo, nel

cui ambito verrà anche trattato il ruolo svolto dalla dottrina nell'approvazione del testo definitivo della legge 130/1999.

Si dirà poi delle successive modifiche della stessa nonché dell'introduzione, per mezzo del d.l. 35/2005 (convertito in legge 80/2005), degli articoli 7-bis e 7-ter in tema di obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*), la cui disciplina si innesta su quella della cartolarizzazione dei crediti, pur trattandosi di un'operazione ontologicamente differente.

In chiusura del capitolo si analizzerà il terzo comma dell'art. 6 della legge 130/1999, attraverso il quale il legislatore introdusse un incentivo a cartolarizzare i crediti per i primi due anni di vigore della legge.

## **1. La nascita negli Stati Uniti e la diffusione in Europa**

In materia economica le maggiori innovazioni nascono come intuizioni degli operatori presenti sul mercato e solo successivamente vengono disciplinate dal legislatore.

Nella maggior parte dei casi l'intervento normativo è fondamentale, perché diventa la "leva" dell'affermazione del novello istituto, che può contribuire alla crescita di un settore produttivo, o addirittura di un'intera economia<sup>87</sup>.

È il caso sicuramente della cartolarizzazione dei crediti, operazione finanziaria di origine statunitense che in Italia appare nella prima metà degli anni '90, ma che solamente dopo l'approvazione della legge n. 130 del 1999 si diffonde grazie alla rimozione degli ostacoli che la rendevano complessa da organizzare ed incerta nel funzionamento<sup>88</sup>.

---

<sup>87</sup> <<Un diritto conforme e certo è elemento non solo utile o necessario, ma prezioso, del buon operare della macchina del mercato in un'economia monetaria. Assume significato particolare nel promuovere i mutamenti del sistema monetario e finanziario, o quanto meno nel corrispondere ad essi, nel facilitarli>>. P. Ciocca, *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Bollati Boringhieri 2000, p. 59.

<sup>88</sup> Il primo intervento legislativo in materia di cartolarizzazione si ebbe però con la l. 448/1998, seppure limitatamente a crediti pubblici. L'art. 13 della l. 448/1998 infatti prevedeva che i crediti contributivi vantati dall'INPS potessero essere ceduti in massa ad una società per azioni avente per oggetto l'acquisto e la cartolarizzazione di tali crediti. Cfr: M. Nispi Landi, *Guida minima alle*

La cartolarizzazione, come fenomeno che persegue <<l'obiettivo di trasformare quanto proveniente da un'attività di finanziamento (i crediti) in valori mobiliari ('securities') da offrire sul mercato per raccogliere denaro fresco>><sup>89</sup>, è storicamente legata alla crisi del sistema di finanziamento del mercato immobiliare verificatasi negli Stati Uniti tra la fine degli anni '60 e l'inizio degli anni '70<sup>90</sup>.

Per l'aumento del rendimento degli strumenti finanziari offerti dalle banche d'investimento, gli istituti c.d. *Savings and Loans*, beneficiari di una disciplina di favore in quanto attivi nella raccolta del risparmio per l'impiego in prestiti fondiari, subirono una riduzione dei depositi e di conseguenza divennero incapaci di soddisfare la consistente domanda di mutui ipotecari.

Il mercato immobiliare non poteva entrare in stasi, perciò si pensò di trovare le risorse per l'erogazione di nuovi finanziamenti smobilizzando i mutui in portafoglio attraverso l'offerta di titoli di credito il cui capitale ed interesse sarebbero stati forniti dal flusso di cassa derivante dai rimborsi dei mutuatari.

Nacque così la *securitization*, *nomen actionis* del verbo inglese neologizzante *to securitize*, ossia "creare valori mobiliari"<sup>91</sup>.

La prima operazione fu realizzata nel 1970, e negli anni un ruolo fondamentale fu svolto dalla *Government National Mortgage Association* - conosciuta come *Ginnie Mae*, ente di proprietà del governo tuttora prestante garanzie su mutui erogati da imprese private - nonché dalle *Government Sponsored Enterprises (GSE)*, enti privati, ma sponsorizzati dallo Stato, dediti all'acquisto e alla garanzia dei mutui erogati da

---

cartolarizzazioni, in "Foro amministrativo - C.d.S.", 04/2006, p. 1294 ss.

<sup>89</sup> R. Alessi, V. Mannino (a cura di), *La circolazione del credito. Cessione "factoring" cartolarizzazione*, in L. Garofalo, M. Talamanca (diretto da), "Trattato delle obbligazioni", volume IV, tomo I, Cedam 2008, p. 1180.

<sup>90</sup> Sulle origini della cartolarizzazione: L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002, p. 7 (nota n. 11).

<sup>91</sup> Sulla genesi del fonema: R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 4.

*Securitization* è il termine statunitense dell'operazione, che muta la "z" in "s" nella versione inglese. In Italia si introdusse il termine "cartolarizzazione", seppure tale vocabolo, basato sull'incorporazione del diritto di credito nella *chartula* ossia in un documento, sembrerebbe poco appropriato stante la dematerializzazione dei titoli emessi a fronte dell'operazione (L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002, p. 2).

privati (*Federal National Mortgage Association*, c.d. *Fannie Mae*) o alla loro cartolarizzazione (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*, c.d. *Freddie Mac*).

Gli strumenti finanziari emessi, chiamati *mortgage backed securities (MBS)*, per la facile negoziabilità dovuta alla sicurezza dell'investimento, ebbero successo e ridiedero linfa vitale al sistema di finanziamento delle abitazioni<sup>92</sup>.

Nella seconda metà degli anni '80 la cartolarizzazione dei crediti si diffuse in Inghilterra come risposta alle difficoltà di finanziamento delle c.d. *building societies*, enti speciali di natura mutualistica che, in seguito alla *deregulation* finanziaria e alla liberalizzazione della fissazione dei tassi di interesse passivi per le banche, non poterono più finanziarsi a basso costo grazie alla sottrazione ai vincoli legislativi cui erano sottoposti gli altri istituti di credito.

Dall'isola al continente la trasmissione era prevedibile: in Germania non fu nemmeno necessario un preventivo intervento legislativo, mentre Spagna e Francia dovettero darsi apposite leggi per permettere l'ingresso del nuovo istituto.

Parallelamente, nella "patria" della *securitization*, si avviava la seconda fase, ovvero si iniziava ad operare con attivi diversi dai mutui ipotecari: dapprima con i crediti derivanti da *leasing*, in un secondo momento anche con i prestiti concessi per l'acquisto di automobili ed altri beni reali, con i finanziamenti tramite carte di credito ed il credito al consumo in generale, infine con i proventi derivanti da diritti di proprietà intellettuale e dalla stessa attività d'impresa (c.d. *whole business securitization*).

In Italia si dovette invece attendere il 1990 perché venissero progettate le prime operazioni di cartolarizzazione di crediti che peraltro - come si vedrà nel terzo paragrafo - richiedevano, stanti le norme all'epoca vigenti, il ricorso a società veicolo estere. Solamente con la legge 130 del 1999 vennero rimossi gli ostacoli alla realizzazione di un'operazione pienamente italiana, come precedentemente fatto da Francia (*Loi 88-1201 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances*) e Spagna (*Ley 19/1992, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre*

---

<sup>92</sup> "Mortgage backed securities" letteralmente significa "valori mobiliari garantiti da ipoteche". Successivamente, con l'estensione della cartolarizzazione ad altre tipologie di attivi privi di garanzia ipotecaria, le MBS divennero semplicemente una "specie" all'interno del "genere" *asset-backed securities (ABS)*, ossia dei "valori mobiliari garantiti da (determinati) attivi".

*Fondos de Titulización Hipotecaria*).

La flessibilità innata dei sistemi di *common law* aveva invece permesso a Stati Uniti prima e Inghilterra dopo di operare senza una normativa primaria specifica e di adottare solamente dei provvedimenti di agevolazione per il ricorso a questa tecnica finanziaria, unitamente alla dovuta disciplina di vigilanza prudenziale.

D'altra parte alcuni paesi europei come Germania, Belgio e Olanda si trovarono in una situazione intermedia: non adottarono una specifica legislazione primaria per le operazioni di cartolarizzazione, ma si servirono delle strutture giuridiche già esistenti, modificandole in singoli punti quando necessario.

## **2. L'uso fisiologico dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti**

Dai brevi cenni storici fatti risulta evidente come all'origine della cartolarizzazione vi sia la necessità di finanziamento di un'attività, appagabile mediante la liquidazione di certa parte dell'attivo costituito da crediti<sup>93</sup>.

Si tratta della c.d. "terza via", alternativa all'aumento di capitale come al ricorso al credito tradizionale, mediante la quale si possono ottenere risorse per nuovi impieghi anticipando la scadenza naturale dei crediti.

Appare corretto parlare di autofinanziamento<sup>94</sup>, dal momento che la liquidità si crea all'interno della propria struttura patrimoniale, rinunciando ad una parte del valore delle pretese vantate nei confronti di terzi.

Non sfugge ai commentatori che la terza via risulta generalmente più conveniente di quelle alternative, nel momento in cui gli *asset* ceduti e generatori del *cash flow* necessario al soddisfacimento degli investitori hanno un *rating* migliore del soggetto cedente, potendo essere selezionati e non partecipando alla generalità dei rischi

---

<sup>93</sup> M. Mauro, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Cedam 2010, p. 4.

<sup>94</sup> Tra i commentatori la sottile differenza tra finanziamento e autofinanziamento pare essere colta puntualmente da R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 15.

dell'attività d'impresa come gli strumenti tradizionali di debito<sup>95</sup>.

Tra l'altro tali *asset* possono essere analiticamente analizzati e apprezzati dagli investitori, diversamente dal patrimonio dell'*originator* che può essere studiato solo sommariamente, fatto che origina asimmetrie informative normalmente tollerabili solamente a fronte di elevato rendimento dei titoli offerti.

Uno studio, ormai piuttosto datato, rivelava agli albori del fenomeno che l'emissione di ABS risulta più conveniente di quella di strumenti tradizionali, remunerandosi con un tasso d'interesse del 7,69 % il capitale proveniente dalle prime, mentre all'8,9 % le risorse provenienti dai secondi<sup>96</sup>.

Si potrebbe però obiettare che all'impresa, soprattutto se bancaria, dovrebbe dispiacere cedere i propri clienti – debitori ma, come si vedrà più avanti, questo problema è risolto nel momento in cui il cedente i crediti (c.d. *originator*) mantiene il ruolo di *servicer*, ossia il compito di riscuotere i pagamenti per conto del cessionario, percependo tra l'altro un compenso per il servizio prestato<sup>97</sup>.

E così, per i soggetti attivi nell'erogazione del credito, l'attività cambia radicalmente: dal tradizionale schema “concessione del credito – restituzione – concessione del credito” si passa ad un processo del tipo “concessione del credito – cartolarizzazione – concessione del credito”.

Il fenomeno è stato descritto come evoluzione del modello “*originate to hold*” in modello “*originate to distribute*”, ovvero da una concezione statica ad una dinamica del portafoglio, che di per sé non è dannosa per il sistema finanziario, ma lo diventa nel momento in cui comporta la deresponsabilizzazione del prestatore, problematica che verrà affrontata nel corso del capitolo IV<sup>98</sup>.

---

<sup>95</sup> R. Alessi, V. Mannino (a cura di), *La circolazione del credito. Cessione “factoring” cartolarizzazione*, in L. Garofalo, M. Talamanca (diretto da), “Trattato delle obbligazioni”, volume IV, tomo I, Cedam 2008, p. 1186.

<sup>96</sup> In M. Mauro, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Cedam 2010, p. 5 è riportato il confronto onerosità ABS/ strumenti tradizionali pubblicato in origine in S. De Angeli, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, Franco Angeli 2000, p. 172.

<sup>97</sup> Quando *originator* è una banca, oltre alla possibilità che operi come *servicer* vi è anche quella di un intervento nell'operazione come *arranger*, *credit enhancer* e *liquidity provider*. Sul tema: C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, p. 22.

<sup>98</sup> “*Originate to distribute*” letteralmente significa “originare per distribuire”, invece di “originare per tenere”. È un cambiamento epocale, che può essere foriero di conseguenze positive come

Allo stesso tempo attraverso la cartolarizzazione è possibile ottenere ulteriori benefici che, a seconda della situazione specifica dell'*originator*, assumono un peso più o meno decisivo nella scelta di cartolarizzare: la gestione del rischio di credito e il rimodellamento del portafoglio crediti<sup>99</sup>.

Il rischio di credito, inteso non solo come possibilità d'insolvenza del debitore ma anche come deterioramento dell'esposizione, è un rischio cui sono esposti non solo banche ed altri istituti di credito, bensì anche le imprese.

Una gestione prudentiale suggerisce di monitorare sempre i crediti in portafoglio, così da poter intervenire quando compaiono i primi segni di anomalia, preludio dei c.d. incagli o sofferenze, ovvero situazioni di difficoltà e ritardo nel pagamento.

In questi casi il creditore normalmente cerca di agevolare il debitore con la ristrutturazione del credito, ossia rimodulando scadenze e rate dei piani di ammortamento, ma non sempre l'operazione ottiene risultati e la probabilità di una consistente perdita è notevole.

Per questo la cartolarizzazione può essere uno strumento per gestire tale rischio, trasferendolo a terzi investitori, accettando oggi una svalutazione in valore nominale che domani potrebbe essere una perdita di dimensioni maggiori.

Riprendendo un noto motto americano relativo ai soldi, si potrebbe dire che in questi casi l'*originator* preferisce averne <<pochi, maledetti e subito>><sup>100</sup>.

Se si considera inoltre che secondo gli accordi di Basilea il patrimonio di vigilanza che le banche devono mantenere aumenta in presenza dei c.d. crediti anomali, per questi operatori la cartolarizzazione risulta ulteriormente conveniente, dal momento che impedisce la sottrazione di parte dell'attivo da impieghi profittevoli.

Chiaramente perché il rischio venga meno la cessione del credito deve essere *pro*

---

catastrofiche. Se infatti la cartolarizzazione permette di arrivare ad una migliore allocazione di risorse in un mercato dove potranno dirsi soddisfatti finanziatori, finanziati ed investitori, l'innovazione finanziaria non può che essere accolta positivamente. Diversamente, laddove si persegue la sola massimizzazione del profitto attraverso un'erogazione del credito sregolata e non curante del merito del prenditore, indubbiamente si genera un pericolo per l'intero sistema economico-produttivo.

<sup>99</sup> La panoramica più completa sui vantaggi derivanti da un'operazione di cartolarizzazione dei crediti si ha in M. Mauro, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Cedam 2010, pp. 13-20.

<sup>100</sup> R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 16 .

*soluto* ovvero non accompagnata da garanzie per il caso d'insolvenza del debitore ceduto, diversamente, non trattandosi di *true sale*, non si può avere la cancellazione dell'esposizione dal bilancio (c.d. trattamento *off-balance sheet*)<sup>101</sup>.

Quando invece il credito può essere rimosso dal bilancio in quanto sostituito da liquidità, si conta l'ulteriore beneficio del miglioramento degli indici reddituali grazie all'aumento dell'attivo, e pertanto agli occhi degli analisti l'attività d'impresa risulterà più sana dunque presumibilmente più meritevole di credito o di condizioni migliori d'erogazione.

Per quanto riguarda invece il rimodellamento del portafoglio crediti, la cartolarizzazione può essere opportuna quando ci si accorge di essere troppo presenti in un determinato settore o area geografica, oppure che queste sono diventate economicamente instabili.

Del resto è ormai assiomatico che la diversificazione degli impieghi è alla base di una prudente e proficua gestione delle risorse, tanto per il piccolo risparmiatore quanto per la grande banca.

Da ultimo, occorre accennare ad un obiettivo degli *originator* che svolgono attività creditizia: l'allineamento tra scadenze dell'attivo e del passivo<sup>102</sup>.

Ciò può diventare essenziale quando si finanziano prestiti a lungo termine con

---

<sup>101</sup> Sui presupposti per la cancellazione dei crediti dal bilancio a seguito di cartolarizzazione: M. Venuti, *La rappresentazione in bilancio delle operazioni di factoring e di cartolarizzazione. Aspetti civilistici ed economici*, in "Rivista dei dottori commercialisti", 04/2010, p. 833 ss.

<sup>102</sup> Sulla rivista "Bancaria" (09/2009, pp. 18-38) Mariarosaria Agostino e Maria Mazzuca dell'Università della Calabria hanno pubblicato un articolo dall'emblematico titolo "*Perché le banche cartolarizzano. Il caso dell'Italia*", nel quale rendono conto di un'analisi condotta sulle cartolarizzazioni bancarie del periodo 1999-2006 con lo scopo di individuare la motivazione principale dell'operazione. Dalle tre ipotesi formulate (1. Accesso a fonti alternative di finanziamento; 2. Specializzazione nell'area di affari in cui le banche sono in grado di sviluppare un vantaggio competitivo, ossia principalmente nell'erogazione del credito; 3. Arbitraggio sul capitale regolamentare, ovvero smobilizzo di crediti di alta qualità e mantenimento di crediti di bassa qualità che in quegli anni secondo l'accordo di Basilea I comportavano lo stesso assorbimento di capitale di vigilanza, ma rendimenti ben diversi) sono giunti alla conclusione che <<l'ipotesi del *funding* è quella più coerente con i dati a nostra disposizione>>.

Un analogo studio, pubblicato in M. Mauro, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Cedam 2010, p. 75-92, conferma fundamentalmente le conclusioni di Agostino e Mazzuca, attraverso l'analisi dei bilanci delle banche quotate in Italia nel mese di febbraio 2010 per il periodo 2000-2008. Premesso che lo studio si è basato sulle sezioni *disclosure* sulle operazioni di cartolarizzazione, ed appurato che qualunque operatore cercherebbe di nascondere la finalità meno nobile (trasferimento del rischio), tra gli obiettivi dichiarati fino al 2002 risaltano "la diversificazione delle fonti" e "ottenere liquidità", che nel periodo 2003-2008 cedono parzialmente il passo al "miglioramento dei coefficienti di vigilanza", per effetto del nuovo accordo di Basilea.



raccolta a breve termine: si pensi ad esempio al caso di una banca che eroga un mutuo ventennale grazie al capitale raccolto con obbligazioni o depositi che necessariamente dovranno essere restituiti prima.

Difficilmente il *mismatching* delle scadenze viene eliminato completamente, ma certamente può essere notevolmente ridotto e con esso il rischio di difficoltà per l'istituto derivanti da un possibile aumento del tasso d'interesse sul *funding*.

Esaurita la panoramica sulla convenienza ed i benefici di un'operazione di cartolarizzazione, è necessario quantomeno accennare a due limiti della stessa: da una parte la complessità ed il coinvolgimento di numerosi soggetti comportano dei costi di strutturazione considerevoli, sostenibili solamente se l'operazione ha ad oggetto degli attivi altrettanto ingenti; dall'altra la cartolarizzazione può creare un'illusione di liquidità, nel momento in cui l'*originator* trasforma solo provvisoriamente *non cash assets into cash*, non liberandosi del rischio di credito in un'operazione con crediti *non performing*, ossia crediti anomali la cui riscossione sarà parziale se non nulla.

Per quanto concerne invece l'investitore l'interesse per le ABS è basato su motivi canonici: rendimento maggiore di altri strumenti finanziari e diversificazione dell'investimento quando i crediti cartolarizzati afferiscono a forme e settori merceologici distinti.

Se l'investitore è istituzionale si deve inoltre considerare che per legge o proprio regolamento può essere obbligato ad investire su valori mobiliari di *rating* elevato (c.d. *investment grade*), e i titoli ABS in condizioni normali di mercato ricevono valutazioni migliori di quelli degli *originator*.

### **3. La situazione italiana: la prassi precedente alla legge 130/1999**

Dopo il timido tentativo di smobilizzare crediti in forme vicine a quella della *securitization*, compiuto all'inizio degli anni '80 da parte di alcune società di *leasing* e freddamente accolto dal mercato, la cartolarizzazione comparve finalmente sul

mercato italiano nel 1990, suscitando l'interessamento e la curiosità generale<sup>103</sup>.

Le prime operazioni, realizzate da Italease, Banque Paribas e Arca Merchant nonostante le difficoltà derivanti da un ordinamento giuridico non predisposto, vennero accolte positivamente, al punto che il 30 settembre 1994 a Milano, nella sede della Banca Popolare Commercio e Industria, si tenne il convegno "Lo sviluppo della *securitization* in Italia. I vantaggi per le banche e per il mercato finanziario, le tecniche e gli strumenti giuridici da adottare" con il coordinamento scientifico del Centro Studi Finanziari dell'Università di Pavia, diretto dal Prof. Dario Velo<sup>104</sup>.

I diversi interventi avevano in comune l'accento sui vantaggi e le prospettive della *securitization* in Italia, nonché l'appello per un intervento normativo volto alla rimozione degli ostacoli alla realizzazione di operazioni del genere nel nostro ordinamento.

Effettivamente precedentemente alla legge 130/1999 la prassi italiana <<si limitava solo alla cessione dei crediti ad una società di *factoring* (o ad una filiale italiana di banca estera), che fungeva da *Special Purpose Vehicle* (SPV), la quale a sua volta cedeva i crediti alla *Special Purpose Company* (SPC) incaricata della emissione di titoli, con l'effetto di realizzare una doppia cessione, in tal modo sottraendo alcune fasi dell'operazione alle leggi italiane>><sup>105</sup>.

Era del resto necessario ricorrere a due soggetti in luogo di uno (come avveniva invece secondo gli schemi affermati negli Stati Uniti), dal momento che da una parte vi erano barriere civilistiche, dall'altra esistevano mercati esteri più maturi e l'esigenza di eliminare il rischio di fallimento dell'*originator* cedente<sup>106</sup>.

Se infatti il problema dei costi di notificazione di ogni singola cessione di crediti -

---

<sup>103</sup> La prima operazione di *securitization* pubblicizzata avente *originator* italiano è stata realizzata nel 1990 dalla *Citicorp Investment Bank* di Londra ed ha avuto come oggetto prestiti concessi dalla Citifin a cittadini italiani per l'acquisto di autoveicoli.

<sup>104</sup> Gli atti del convegno sono stati pubblicati in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Bancaria Editrice 1995.

<sup>105</sup> G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002, p. 4.

<sup>106</sup> A tale proposito si veda l'intervento dell'Avv. Roberto Ghio al convegno: R. Ghio, *La documentazione tecnico e giuridica nel contesto di un'operazione di securitization italiana*, in AA.VV., "Lo sviluppo della Securitization in Italia", Bancaria Editrice 1995, p. 39 ss.

necessaria per ottenerne l'efficacia nei confronti dei terzi - era stato superato inizialmente grazie all'espedito della notificazione a mezzo pubblici proclami e poi grazie alla l. 52/1991, permanevano comunque le difficoltà derivanti dai limiti normativi alle emissioni obbligazionarie<sup>107</sup>.

In base all'art. 2410 cc e alla delibera CICR del 3 marzo 1994, le emissioni non solo obbligazionarie, ma anche di valori mobiliari diversi, erano nell'ammontare parametrico al patrimonio proprio del soggetto emittente<sup>108</sup>.

Inoltre erano previsti requisiti di capitalizzazione minima per banche e altri intermediari finanziari, incompatibili per ammontare con la creazione di un unico veicolo finanziario a destinazione speciale e con la logica dell'operazione, basata sulla creazione di liquidità e non sull'immobilizzazione di risorse.

L'inconciliabilità del quadro normativo con lo schema classico della *securitization*

---

<sup>107</sup> In base all'art. 1265 cc la notificazione al debitore ceduto o una sua accettazione della cessione serve al cessionario per renderla efficace riguardo ai terzi, ossia opponibile al fallimento dell'*originator* cedente nonché ai suoi creditori. Essendo difficile e oneroso notificare ai migliaia di debitori che vengono normalmente ceduti nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione si è dapprima ricorso alla notificazione a mezzo pubblici proclami prevista dall'art. 150 cpc, mentre in secondo momento ci si è serviti del meccanismo previsto nella l. 52/1991 (c.d. legge *factoring*) all'art. 5 per cui, qualora il cessionario abbia pagato, in tutto o in parte, il corrispettivo della cessione ed il pagamento abbia data certa, la cessione è opponibile agli altri aventi causa dal cedente, ai creditori del cedente che abbiano pignorato il credito dopo la data del pagamento e al fallimento del cedente dichiarato dopo la data dal pagamento.

<sup>108</sup> Attualmente l'art. 2412 cc prevede un limite all'emissione pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Esso può essere superato nel caso di obbligazioni destinate alla sottoscrizione da parte di investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale e non trova applicazione per le emissioni da parte di società con azioni quotate nei mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni quotate nei mercati medesimi o in altri mercati regolamentati. È una norma prudenziale piuttosto severa, in vigore dal 1 gennaio 2004, in sostituzione dell'ancora più restrittivo art. 2410 cc che disponeva:

<< La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato. Tale somma può essere superata:

1) quando le obbligazioni sono garantite da ipoteca su immobili di proprietà sociale, sino a due terzi del valore di questi;

2) quando l'eccedenza dell'importo delle obbligazioni rispetto al capitale versato è garantita da titoli nominativi emessi o garantiti dallo Stato, aventi scadenza non anteriore a quella delle obbligazioni, ovvero da equivalente credito di annualità o sovvenzioni a carico dello Stato o di enti pubblici. I titoli devono rimanere depositati e le annualità o sovvenzioni devono essere vincolate presso un istituto di credito, per la parte necessaria a garantire il pagamento degli interessi e l'ammortamento delle relative obbligazioni, fino all'estinzione delle obbligazioni emesse.

Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata, con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni, anche senza le garanzie previste nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso.

Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società.>>

che si stava importando dagli Stati Uniti era netta: non si poteva cartolarizzare attraverso la tradizionale cessione di crediti ad un soggetto di capitalizzazione sottile (“*thinly capitalized*”) la quale era generalmente considerata sufficiente, considerato che lo *special purpose vehicle* non deve svolgere altra attività al di fuori dell’emissione dei titoli necessari per finanziare l’acquisto degli *asset* e al di fuori della loro conservazione in regime di segregazione a garanzia degli investitori stessi. D’altra parte non era possibile neanche ricorrere allo schema alternativo basato sul fondo comune d’investimento, trovandosi <<difficoltà applicative, derivanti dalle limitazioni delle attività nelle quali l’ordinamento interno consentiva ai fondi di investire le risorse accumulate>><sup>109</sup>.

Pertanto diventava inevitabile realizzare l’operazione facendo transitare i crediti dall’*originator* ad una società italiana, la quale a sua volta li avrebbe depositati presso una società veicolo costituita in un altro Stato dove - non riscontrandosi gli stessi problemi di capitalizzazione, emissione valori mobiliari e tassazione - i titoli potevano essere emessi e quotati in una borsa valori.

Certamente però tali funambolismi internazionali per la costruzione dell’operazione comportavano <<un aumento dei costi non indifferente>>, e pertanto rappresentavano un limite per il sistema economico, finanziario e produttivo<sup>110</sup>.

#### **4. In dottrina: il progetto di legge Rucellai**

Cosimo Rucellai, partner dello Studio Legale Rucellai & Raffaelli, al fine di sollecitare l’intervento legislativo necessario per la realizzazione dell’intero ciclo di *securitization* dei crediti in Italia e lo sviluppo della tecnica finanziaria stessa, elaborò un progetto normativo che fosse d’ispirazione e base per i lavori parlamentari.

Presentato nel corso del convegno milanese del 30 settembre 1994, tale progetto

---

<sup>109</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 38.

<sup>110</sup> Come sottolineava Mauro Gambaro, Direttore Arca Merchant, nell’intervento con cui nel 1994 spiegò come realizzare la “titolarizzazione” in Italia. “Titolarizzazione” era il termine italiano per “*securitization*” nella prassi italiana precedente alla l. 130/1999.

venne divulgato attraverso gli atti dello stesso e su riviste specialistiche<sup>111</sup> dando vita ad un dibattito tale da sfociare in un progetto normativo elaborato dalla stessa Associazione Bancaria Italiana, che peraltro venne commentato dal Rucellai sulla rivista “Giurisprudenza Commerciale”<sup>112</sup>.

Il progetto Rucellai – primo in materia e riportato in appendice – mirava ovviamente a rimuovere gli ostacoli civilistici e fiscali alla cartolarizzazione dei crediti.

Pertanto all’art. 1 disponeva la possibilità di costituire <<società per azioni aventi natura di veicolo finanziario a destinazione speciale al solo scopo di realizzare un’operazione di cartolarizzazione>>, ovvero *special purpose vehicles* di sottile capitalizzazione che potessero sia acquistare i crediti sia emettere i titoli necessari per raccogliere i fondi per l’acquisto, non sottostando tra l’altro all’art. 2410 cc sui limiti di emissione.

D’altra parte sul piano fiscale all’art. 7 veniva prevista una ritenuta sui redditi delle obbligazioni a titolo d’imposta pari al 12,50%.

Come si vedrà successivamente, il disegno di legge n. 5058 del 1998, di formulazione governativa e destinato a diventare legge 130/1999, pur non definendo obbligazioni i valori mobiliari emessi, prevedrà comunque la tassazione uniforme, nonché permetterà la costituzione dello *special purpose vehicle* nella forma di società di capitali, seppur non necessariamente per azioni.

Confrontando il progetto Rucellai al progetto governativo, risalta immediatamente anche un’attenzione diversa per i soggetti coinvolti nell’operazione: Rucellai all’art. 2 disciplina analiticamente i soggetti *originator* cedenti il portafoglio crediti non ricomprendendo tra questi le imprese, mentre il testo che verrà licenziato dal Parlamento è centrato sui soggetti cessionari (cui è dedicato l’art. 3) e lascia accedere anche le imprese allo smobilizzo dei crediti attraverso *securitization*.

Si nota anche che Rucellai, stante l’allora novella l. 52/1991 recante una normativa piuttosto efficiente sull’opponibilità delle cessioni dei crediti, non ritenne necessario tornare sull’argomento, mentre il ddl n. 5058 provvederà a migliorare ulteriormente

---

<sup>111</sup> Per il progetto Rucellai: C. Rucellai, *I problemi legati allo sviluppo della securitisation in Italia: prospettive di soluzione*, in “Giurisprudenza Commerciale”, 01/1995, p. 125 ss.

<sup>112</sup> Si veda C. Rucellai, *Un progetto normativo per la cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in “Giurisprudenza Commerciale”, I/1997, p. 161 ss.

il regime dell'efficacia della cessione nei confronti dei terzi tramite la pubblicazione della notizia in Gazzetta Ufficiale.

Nel progetto Rucellai, vi era pure attenzione per gli investitori, nel momento in cui suggeriva lo scrutinio del portafoglio crediti (art. 5) da parte di una <<società professionale italiana o estera specializzata ad hoc, iscritta all'albo nazionale delle società di valutazione crediti istituito presso la Banca d'Italia>>, ripreso dal disegno di legge governativo insieme alla previsione di regolamentazione dei requisiti delle agenzie di *rating*.

Se il progetto Rucellai, concepito in un momento di vuoto legislativo, può dirsi meno completo del ddl n. 5058, il quale introdurrà tra l'altro due forme di cartolarizzazione aggiuntive a quella tramite cessione *pro soluto* a veicolo, certamente ha due grandissimi pregi: innanzitutto - come anticipato - sollecita l'intervento normativo rivelandone l'urgenza e necessità, d'altra parte sembra futuristicamente prevedere un possibile utilizzo patologico dell'istituto nell'ambito di modelli di *business originate to distribute*, nel momento in cui all'art. 5 comma 2 statuisce <<Qualora il portafoglio crediti non sia munito di tale classificazione<sup>113</sup>, o questa sia inferiore a..., l'operazione di cartolarizzazione sarà soggetta all'autorizzazione della Banca d'Italia>>, introducendo così un meccanismo di protezione del mercato e degli investitori.

## **5. Il disegno di legge n. 5058 in tema di cartolarizzazione dei crediti, le osservazioni in dottrina e l'approvazione della legge 130/1999**

Il 7 luglio 1998 fu presentato alla Camera un disegno di legge d'iniziativa governativa (atto Camera n. 5058, Senato n. 3896) in tema di cartolarizzazione dei crediti, lontano "parente" del progetto Rucellai e "figlio" diretto del progetto ABI, cui tanto si deve per l'opera di persuasione sulla necessità di un provvedimento legislativo.

Nel corso dell'*iter* legislativo che vide passare il disegno di legge da una

---

<sup>113</sup> Dell'idoneità del portafoglio crediti da cedere a garanzia dell'emissione obbligazionaria.

commissione all'altra, il dibattito giuridico extraparlamentare fu molto vivace e proficuo, se si considera che molte delle osservazioni riferibili al Maimeri e al Rucellai furono tenute in considerazione nell'approvazione del testo definitivo della legge 130 del 1999<sup>114</sup>.

Dei sette articoli originari rimase invariato l'art. 3, furono affinati l'art. 1 e 4 con precisazioni terminologiche e concettuali<sup>115</sup>, mentre furono rivisti in modo significativo gli art. 2, 5, 6 e 7.

L'articolo 2 è quello che fu modificato maggiormente, nel momento in cui venne aggiunto un comma iniziale precisante la natura di <<strumenti finanziari>> dei titoli emessi a fronte dell'operazione, da leggere combinatamente all'intervento sull'art. 6 comma 1.

In quest'ultimo articolo infatti dalla previsione dei titoli da emettere tra <<quelli indicati nell'art. 41 del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917, e successive modificazioni>> si passò ad una loro equiparazione alle <<obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani>>, volta a sottrarli al regime di tassazione dei titoli atipici, come auspicato dal Maimeri sulla rivista "Banca, Borsa, Titoli di Credito"<sup>116</sup>.

L'obiettivo perseguito e raggiunto giustifica l'intervento, seppure rimane qualche perplessità sull'affinità di tali strumenti finanziari alle obbligazioni: infatti <<si mobilizzano crediti immobilizzati, si libera capitale, mentre con le obbligazioni di cui al codice civile il risultato perseguito è opposto, dovendosi provvedere a immobilizzare capitale almeno pari all'emissione obbligazionaria; strana obbligazione poi è quella (*limited recourse obligation*) a fronte della quale non sta

---

<sup>114</sup> Cfr. "Terzo approfondimento. L'iter parlamentare della legge sulla cartolarizzazione dei crediti" in R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 235 ss.

<sup>115</sup> All'art. 1 fu infatti aggiunto <<recante il testo unico delle leggi in materia bancaria>>, a chiarimento del contenuto del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni. All'art. 4 comma 4 si preferì sostituire "le cessioni" con "operazioni", affinché fosse ben chiara la riduzione dei termini delle azioni revocatorie fallimentari riguardanti per l'appunto le operazioni.

<sup>116</sup> F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti* (AC 5058), in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/1999, p. 234.

tutto il patrimonio dell'emittente ma solo una parte specifica dell'attivo, circostanza che dovrebbe tendere ad assimilarla alla categoria dei titoli di rischio>>.

Di significativo circa l'art. 2 si ricorda inoltre la modificazione dell'espressione "programma" con "prospetto" dell'operazione, che deve essere sempre redatto e deve contenere determinate informazioni qualora i titoli emessi siano offerti ad investitori professionali.

Il contenuto del documento è consistente e comprende "l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore", così da consentire di stabilire preventivamente la destinazione delle somme che dovessero residuare in seguito al soddisfacimento degli investitori e al pagamento di tutti i costi.

Il testo della legge definitivamente approvato statui poi che il prospetto deve essere consegnato all'investitore solamente su richiesta, mentre secondo il disegno di legge doveva essere consegnato sempre.

Inoltre si rielaborò il profilo del *rating* dell'operazione – nonostante in dottrina si fosse apprezzata la formulazione originaria del ddl - nel momento in l'intervento dell'agenzia di valutazione diventò da facoltativo obbligatorio per il caso in cui i titoli da emettere siano rivolti ad investitori non professionali<sup>117</sup>.

Un'osservazione del Rucellai che non fu recepita riguarda la riscossione dei crediti ceduti ed i servizi di cassa e di pagamento che - in base al comma 2 divenuto poi comma 6 dell'art. 2 - poterono essere esercitati solamente da banche ed intermediari finanziari, fatto penalizzante gli *originator* imprese che così non potevano mantenere il rapporto con i debitori ed incassare compensi come *servicer*<sup>118</sup>.

Per quanto riguarda l'art. 5 invece si può notare un cambiamento sul comma 1, dal momento che l'argomento dei limiti all'emissione di titoli venne trasferito e precisato in un secondo comma di nuova creazione.

---

<sup>117</sup> La non obbligatorietà dell'intervento delle agenzie di *rating* era stata apprezzata dalla dottrina, considerato che <<l'esperienza insegna che quando l'operazione si rivolge al pubblico dei risparmiatori, la società di *rating* è normalmente coinvolta (che altrimenti il collocamento risulta penalizzato, tendendo il mercato a rifiutarlo), mentre non lo è quando essa è riservata ad investitori istituzionali.>> cit. F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti* (AC 5058), in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/1999, p. 242.

<sup>118</sup> Cfr: C. Rucellai, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in "Giurisprudenza Commerciale", 01/1998, p. 646.



Si continuò a sottrarre le operazioni di cartolarizzazione alla disciplina della raccolta del risparmio previsto dall'art 11 TUB al fine di rendere inapplicabili i limiti quantitativi alle emissioni di titoli, ma venne esplicitata tale conseguenza e formalizzata la disapplicazione degli articoli da 2410 a 2420 del Codice Civile, come suggerito dal Maimeri<sup>119</sup>.

D'altra parte l'art. 6 "Disposizioni fiscali e di bilancio", che era stato accolto positivamente e senza particolari rilievi in dottrina, venne precisato nell'aspetto della tassazione delle ABS come detto precedentemente, nonchè ampliato fino a regolare le conseguenze delle agevolazioni fiscali previste sul bilancio dello Stato.

Infine nel testo licenziato dal Parlamento si riscontra una completa rielaborazione dell'art. 7 dedicato alle tecniche di strutturazione dell'operazione alternative a quella tramite cessione *pro soluto* dei crediti ad una società veicolo.

All'originaria previsione del disegno di legge di una cartolarizzazione mediante erogazione di un finanziamento si affianca la modalità per mezzo di fondo comune di crediti, poco apprezzata dal Rucellai nel momento in cui ne rilevava l'onerosità della gestione, estranea ai veicoli della *securitization*<sup>120</sup>.

Altra dottrina aveva interpretato diversamente il silenzio del progetto di legge n. 5058 perché riteneva già acquisita al sistema la cartolarizzazione tramite fondo d'investimento in virtù dell'art. 39 del d.lgs. 58/1998 (TUF, Testo Unico della Finanza), per cui l'operatività del fondo è determinata dal suo regolamento, che dunque sarebbe stato libero di contemplare anche i crediti<sup>121</sup>.

La stessa dottrina richiedeva un intervento legislativo per risolvere una serie di questioni (modalità di cessione, resistenza della cessione e dei pagamenti del debitore ceduto alla revocatoria fallimentare, fiscalità dell'operazione) che rimanevano comunque aperte, rilievo evidentemente considerato nell'approvazione

---

<sup>119</sup> F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti (AC 5058)*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/1999, p. 229.

<sup>120</sup> Rucellai aveva particolarmente apprezzato l'assenza di considerazione dell'alternativa "fondo comune di crediti" nel disegno di legge: C. Rucellai, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in "Giurisprudenza Commerciale", 01/1998, p. 643.

<sup>121</sup> Cfr: F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti (AC 5058)*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/1999, p. 237.

della legge 130/1999.

Se in dottrina piacque poi il silenzio circa l'estraneità del veicolo al cedente, lasciandosi così libero l'*originator* <<in relazione ai suoi interessi ed alla tipologia dell'operazione>><sup>122</sup>, convinsero meno la possibilità di realizzare mediante lo stesso veicolo più operazioni di cartolarizzazione, dal momento che il risparmio sui costi di costituzione e scioglimento della società è probabilmente vanificato dalla maggior articolazione e complessità della gestione<sup>123</sup>, nonché l'esperibilità dell'azione revocatoria, seppur nei ristretti limiti dell'art. 4 comma 4, sulla quale si tornerà nel corso del successivo capitolo dedicato all'esame approfondito delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti ai sensi della legge 130/1999.

L'*iter* legislativo del disegno di legge n. 5058 alla Camera si concluse l'11 marzo 1999 con l'approvazione da parte della Commissione Finanze in sede deliberante.

Trasmesso al Senato, dove fu registrato come atto n. 3896, venne velocemente esaminato dalla Commissione Finanze di Palazzo Madama e poi approvato in sede legislativa il 22 aprile 1999.

La legge n. 130 del 1999 "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti" fu pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 111 del 14 maggio 1999.

## **6. Le successive modifiche e l'introduzione degli articoli 7-bis e 7-ter**

Negli anni il testo della legge 130/1999 - entrato in vigore il 29 maggio 1999 - è stato rivisto parzialmente all'art. 2 e all'art. 3, oltre ad essere stato ampliato dal decreto legge 35/2005 (c.d. decreto competitività, convertito in l. 80 / 2005), che ha

---

<sup>122</sup> La legge poi approvata stabilì solamente di rivelare gli <<eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria>> nel caso di redazione di prospetto informativo a contenuto obbligatorio in base all'art. 2 comma 3, lett. g).

<sup>123</sup> Si riteneva preferibile rafforzare la posizione dei portatori dei titoli, considerata anche la negativa esperienza delle confusioni tra patrimoni gestiti da SIM in difficoltà poi fallite, nonostante i divieti previsti dalla legge. Cfr: F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti (AC 5058)*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/1999, p. 238; C. Rucellai, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in "Giurisprudenza Commerciale", 01/1998, p. 645.

introdotto la disciplina delle obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*) in Italia.

Per quanto riguarda l'art. 2 la modificazione è avvenuta a livello del comma 6, parte del quale è stata elevata al rango di comma autonomo con la creazione del comma 6-bis<sup>124</sup>.

L'intervento sostanziale invece fu rivolto a permettere a soggetti diversi da banche e intermediari finanziari iscritti all'albo previsto dall'art. 106 del TUB di svolgere i servizi di *servicer*, a condizione di iscriversi all'albo predetto pur non esercitando le attività proprie degli altri iscritti, ma soddisfacendo tutti i restanti requisiti.

Si rimediava così al “*vulnus*” evidenziato dai primi commentatori della legge 130, che nel testo iniziale impediva agli *originator* non finanziari di mantenere il rapporto con i debitori ceduti svolgendo il ruolo di *servicer*.

Per quanto riguarda invece l'articolo 3, si è intervenuti a più riprese sul comma 3, dedicato alla forma e al regime della società cessionaria e della società emittente i titoli quando diversa dalla cessionaria.

Da un riferimento generale al titolo V - con la sola esclusione dell'art. 106, commi 2 e 3, lettere b) e c) – e al titolo VIII del TUB si passò alla secca previsione della costituzione in forma di società di capitali della società per la cartolarizzazione dei crediti e della società emittente i titoli se diversa<sup>125</sup>.

Dal 18 dicembre 2010 il testo è stato ampliato con l'introduzione della facoltà di Banca d'Italia d'imporre a veicolo ed emittente, fermi restando gli obblighi di segnalazione previsti per finalità statistiche, <<obblighi di segnalazione ulteriori relativi ai crediti cartolarizzati al fine di censire la posizione debitoria dei soggetti cui i crediti si riferiscono>><sup>126</sup>.

Infine, in relazione alle modificazioni della legge 130, è necessario almeno accennare

---

<sup>124</sup> Gli interventi sono avvenuti per mezzo dell'art. 9, comma 1 e 2, del d.lgs. 141/2010. Il comma 6-bis dell'art. 2 della l. 130/1999 recita <<I soggetti di cui al comma 6 verificano che le operazioni siano conformi alla legge ed al prospetto informativo>>

<sup>125</sup> L'intervento avvenne per mezzo del d. lgs. 141 /2010, art. 9 “Ulteriori modifiche legislative”, comma 3.

<sup>126</sup> L'intervento avvenne per mezzo del d. lgs 218/2010, art 6 “Modifiche all'articolo 9 del decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141”, comma 1.

all'introduzione degli art. 7-bis e 7-ter disciplinanti le obbligazioni bancarie garantite, argomento che però non può essere approfondito in questa sede dal momento che si sostanzia in un'operazione ben distinta dalla cartolarizzazione dei crediti<sup>127</sup>.

Effettivamente, nonostante la somiglianza per alcuni aspetti strutturali, le due operazioni differiscono notevolmente per schemi di emissione e finalità.

Come è stato rilevato, <<la scelta operata dal legislatore al fine di introdurre tale struttura operativa all'interno del nostro ordinamento, consistente, non nell'adozione di una legge speciale ad hoc, bensì nel 'ritaglio normativo' ossia nel ricavare uno spazio per tale disciplina nell'ambito di quella delle cartolarizzazioni, al precipuo scopo di estendere alle obbligazioni bancarie garantite la normativa sulla separazione patrimoniale di cui alla l. n. 130/1999, non deve indurre a sostenere l'identità delle due operazioni>><sup>128</sup>.

Del resto la disciplina dei *covered bonds* non poteva che innestarsi su quella della cartolarizzazione dei crediti, trattandosi di obbligazioni bancarie dotate di particolare attrattività e sicurezza dal momento che poggiano sulla garanzia non solo del patrimonio dell'emittente, ma anche di un *pool* di attivi di elevata qualità creditizia, che vengono ceduti e segregati in una società veicolo<sup>129</sup> a vantaggio degli obbligazionisti, proprio come avviene nella cartolarizzazione a vantaggio dei sottoscrittori delle ABS.

L'emissione di obbligazioni bancarie garantite ha ovviamente finalità di *funding*, permettendo alle banche di finanziarsi a condizioni più vantaggiose di quelle delle obbligazioni ordinarie per via del *rating* dei titoli necessariamente migliore di quello dell'emittente, stante il duplice ordine di garanzie.

---

<sup>127</sup> L'AGI, una delle principali agenzie di stampa italiane, il 2 ottobre 2012 titola: <<Banche: ABI, è "boom" per obbligazioni bancarie garantite>> e riporta primi dati dell'anno per cui il numero degli emittenti si sarebbe ridotto da undici a sette, ma con valori complessivi d'emissione per i primi otto mesi del 2012 pari a 43 miliardi. (<http://it.finance.yahoo.com/notizie/banche-abi-boom-per-obbligazioni-112610988.html>)

<sup>128</sup> P. Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Giappichelli 2009, p. 168.

<sup>129</sup> In alternativa, ai sensi dell'art. 7 ter della legge 130/1999 è possibile emettere obbligazioni bancarie garantite senza ricorrere ad una società veicolo garantendo gli investitori con la costituzione di un patrimonio destinato avente ad oggetto i crediti ed i titoli (ex art. 2447 bis cc). Sul tema: C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, p. 33.

Lo schema generale dell'emissione di *covered bonds* viene efficacemente tratteggiato in quattro punti<sup>130</sup>:

- a) La cessione, da parte di una banca, anche diversa da quella emittente le obbligazioni, a una società veicolo di attivi di elevata qualità creditizia, costituiti dalla SPV in patrimonio separato ai sensi e per gli effetti della l. n. 130/1999;
- b) L'erogazione alla società cessionaria, da parte della banca cedente o di altra banca, di un finanziamento, volto a fornire alla cessionaria medesima i mezzi per acquistare le attività, nonché subordinato nel rimborso al soddisfacimento dei diritti dei portatori delle obbligazioni che verranno emesse e al pagamento di tutti i costi dell'operazione ;
- c) La prestazione da parte della società cessionaria di una garanzia in favore dei portatori delle obbligazioni, nei limiti del relativo patrimonio separato;
- d) L'emissione delle obbligazioni da parte della banca (soggetto emittente) che può anche essere diversa rispetto al soggetto cessionario degli attivi.

L'emissione di obbligazioni bancarie garantite è riservata alle banche che per altro devono soddisfare elevati requisiti di patrimonializzazione.

Inoltre, in base alla normativa secondaria di attuazione, il valore nominale delle attività poste a garanzia non può mai essere inferiore a quello dei titoli emessi, e nel caso di disallineamento del rapporto è necessario procedere con la reintegrazione del patrimonio separato.

Per concludere, sembra opportuno procedere ad una panoramica delle differenze tra un'operazione di emissione di *covered bonds* ed una di cartolarizzazione: dalla natura dei titoli emessi - obbligazionaria da una parte, di strumenti finanziari equiparati alle obbligazioni solamente per ragioni fiscali dall'altra – all'esistenza di un limite alla tipologia di attivi utilizzabili per l'emissione di obbligazioni bancarie garantite, ma non di ABS; dall'emissione dei titoli da parte di una banca invece che da una società veicolo al *rating* basato sulla qualità di emittente e sugli attivi segregati invece che sulla sola bontà degli *asset* cartolarizzati, fino al permanere degli attivi ceduti nel bilancio della banca cedente ai fini fiscali rispetto al

---

<sup>130</sup> P. Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Giappichelli 2009, pp. 166-167.

trattamento *off-balance sheet* degli *asset* cartolarizzati.

## **7. L'incentivo a cartolarizzare per i primi due anni di vigore della legge**

Come anticipato, uno dei benefici della cartolarizzazione realizzata mediante cessione *pro soluto* di crediti consiste nell'eliminazione degli stessi dal bilancio del cedente, con conseguenziale miglioramento degli indici patrimoniali, riduzione del rischio di credito e, per gli istituti bancari, liberazione di patrimonio di vigilanza a fronte della liquidità acquisita.

D'altra parte bisogna rilevare che, se vengono ceduti crediti che hanno subito svalutazioni, a seguito dell'operazione di cartolarizzazione il cedente deve registrarne in bilancio la diminuzione di valore, la quale può abbattere il risultato dell'esercizio in conto economico.

Per contrastare l'inconveniente che avrebbe potuto scoraggiare il ricorso alla nuova tecnica finanziaria e dunque il decollo dell'istituto, il legislatore pensò ad "un incentivo" a cartolarizzare per i primi due anni di vigore della legge.

Infatti, all'art. 6 comma 3 della legge 130/1999 si stabilì che <<le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti, sulle garanzie rilasciate al cessionario e sulle attività diverse da quelle oggetto di cessione, poste a copertura delle operazioni di cartolarizzazione, nonché gli accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie rilasciate al cessionario, possono essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali, se relativi a contratti di cartolarizzazione stipulati entro due anni dalla data di entrata in vigore della presente legge; essi vanno imputati sul conto economico in quote costanti nell'esercizio in cui si sono registrati la diminuzione di valore o gli accantonamenti e nei quattro successivi. Delle operazioni di cartolarizzazione, delle eventuali diminuzioni di valore e degli accantonamenti non ancora inclusi nel conto economico occorre fornire indicazione nella nota integrativa di bilancio.>>

Dunque, analizzando il dispositivo, fu previsto che per le operazioni realizzate entro il 29 maggio 2001 le diminuzioni di valore venissero assorbite dalle riserve

patrimoniali, e contabilmente spalmate su più esercizi, al fine di deprimere il meno possibile i singoli conti economici<sup>131</sup>.

La norma presentata era stata peraltro pensata anche per le banche ed intermediari finanziari, che per natura dell'attività esercitata possiedono numerosi crediti in sofferenza nel loro portafoglio: si cercava di spingere tali operatori all'accettazione della svalutazione e alla liquidazione dei crediti, a vantaggio dei bilanci e del sistema bancario-finanziario complessivo.

Scaduto il termine ultimo da oltre un decennio, oggi l'argomento non è più certamente attuale, ma storicamente tale agevolazione fiscale ha svolto un importante ruolo nell'incoraggiare le prime operazioni di cartolarizzazione.

Nel quinquennio 1999-2004 seppure le cartolarizzazioni non hanno riguardato solamente attivi di bassa qualità, nel settore bancario ben € 15,4 miliardi di ABS emesse su un totale di € 61,8 miliardi si basavano su crediti *non performing*<sup>132</sup>.

Il dato rende evidente che l'agevolazione fiscale è stata sfruttata dagli operatori del settore, come confermato poi dall'inversione del *trend* negli anni successivi: gli attivi coinvolti nelle operazioni di cartolarizzazione saranno sempre di più crediti *in bonis*, a scapito dei c.d. *bad loans*.

---

<sup>131</sup> <<In sostanza in applicazione del principio generale di cui all'art. 75, comma 4, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (per cui le spese e gli altri componenti negativi sono deducibili se e nella misura in cui risultano imputati al conto economico relativo all'esercizio di competenza), nel caso in cui con norma speciale sia ripartita civilisticamente l'imputazione della perdita al conto economico in più anni, tale ripartizione determina una pari dilazione nel tempo della deduzione fiscale. In effetti, la predetta norma speciale, la cui *ratio* ispiratrice deve essere individuata nella volontà di evitare un impatto eccessivo delle perdite conseguenti alle cessioni dei crediti nel conto economico dei soggetti cedenti, va considerata come una disposizione che modifica – ripartendola nel tempo – la competenza economica delle predette perdite. Trattasi comunque di disposizione speciale che deroga civilisticamente e fiscalmente al principio dell'immediata deducibilità delle perdite derivanti dalla cessione dei crediti, con la conseguenza che al di fuori dell'ambito della sua applicazione (l'articolo 6, comma 2, è circoscritto ai <<contratti di cartolarizzazione stipulati entro due anni dalla data di entrata in vigore della presente legge>>) non può che trovare applicazione il predetto principio.>> Cfr: F. Marchetti, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: aspetti fiscali*, in "Bancaria", 03/1999, p. 39.

<sup>132</sup> P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 55.

### CAPITOLO III

## LA LEGGE 130/1999 SULLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

SOMMARIO: 1. I modelli di cartolarizzazione dei crediti contemplati dal legislatore. – 2. La cartolarizzazione mediante cessione di crediti a favore di una società veicolo. – 2.1. Le caratteristiche dei crediti. – 2.2. Contratti di credito e loro attitudine a generare crediti cartolarizzabili. – 2.3. La cessione dei crediti a titolo oneroso e la costituzione in patrimonio separato. – 2.4. I profili fallimentaristici dell'operazione. – 2.5. L'*originator* e la società per la cartolarizzazione dei crediti. – 2.6. I titoli emessi come strumenti finanziari tipizzati ai fini fiscali. – 2.7. Il *rating*. – 2.8. Il *servicer* e l'emittente. – 2.9. *Credit enhancement*. – 2.10. Il prospetto informativo. — 2.11. La “straordinarietà” della cessione dei crediti acquistati e “l'ordinarietà” del reinvestimento dei fondi non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli. – 3. La cartolarizzazione mediante erogazione di un finanziamento. – 4. La cartolarizzazione mediante fondo comune di investimento.

Nel corso del precedente capitolo si è analizzata l'origine della cartolarizzazione dei crediti al precipuo scopo di evidenziare come essa, intrinsecamente, costituisca un'operazione utile per il sistema economico-finanziario, che solo recentemente è stata reinterpreta con finalità ed obiettivi discutibili.

Si è inoltre visto come le potenzialità di tale operazione siano state da subito colte dalla dottrina italiana, la quale ha anche svolto un ruolo importante nella redazione e approvazione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti.

La legge 130/1999 è stata oggetto di revisioni negli anni, ma ha mantenuto l'impianto originario in base al quale sono state concluse numerose operazioni, principalmente in ambito bancario e in relazione a crediti *performing*.



Occorre dunque a questo punto esaminare puntualmente la legge 130/1999, soffermandosi sui tre modelli di cartolarizzazione in essa disciplinati.

Tra questi lo schema principale è quello basato sulla cessione dei crediti ad una società veicolo e tracciato per mezzo dei primi sei articoli della legge, che si applicano in quanto compatibili anche alle altre operazioni di cartolarizzazione indicate all'art. 7.

Esso verrà innanzitutto presentato con visione d'insieme, per poi procedere all'analisi puntuale dei soggetti e dei momenti dell'operazione.

In *primis* verranno illustrate le caratteristiche che necessariamente i crediti devono avere perché siano cartolarizzabili (pecuniarietà, esistenza o "futuribilità", individuabilità in blocco), in base alle quali si passeranno poi in rassegna i contratti di credito al fine di determinare quali siano idonei a generarli.

Seguirà la disamina del negozio di cessione, alla luce delle peculiarità che ne determinano la produzione di effetti nei confronti dei debitori ceduti e dei terzi, per mezzo del quale si giunge alla creazione di un patrimonio separato destinato al soddisfacimento degli investitori e al pagamento dei costi dell'operazione.

Sono previste deroghe al regime fallimentare ordinario, delle quali si dirà ampiamente, cercando di superare le incertezze derivanti dalla lettera della legge.

A questo punto ci si soffermerà sui protagonisti dell'operazione: il soggetto che cede i crediti, c.d. *originator*, ed il cessionario, ossia lo *special purpose vehicle* che nel nostro ordinamento prende il nome di "società per la cartolarizzazione dei crediti".

Per l'acquisto dei crediti si raccolgono le risorse necessarie mediante emissione di strumenti finanziari, la cui collocazione sul mercato dipende considerevolmente dalla valutazione dell'operazione effettuata da un'agenzia di *rating*, il cui intervento, pur non essendo sempre obbligatorio, è costante nella prassi.

Nella meccanica dell'operazione assume poi un ruolo fondamentale il *servicer*, ossia il soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento, normalmente coincidente con l'*originator*.

Si vedrà altresì che nella prassi l'emissione degli strumenti finanziari avviene attraverso la società per la cartolarizzazione dei crediti, pur potendo essere svolta tale attività da società differente, soluzione però non preferibile per l'appesantimento di struttura e costi.

A determinare il successo di un'operazione contribuisce inoltre il *credit enhancement*, ossia l'insieme di tecniche di valorizzazione dei crediti ceduti, nel cui ambito si distinguerà tra autogaranzia ed eterogaranzia.

Le misure che servono a migliorare l'appetibilità dei titoli emessi attraverso la riduzione del rischio per parte o totalità degli investitori servono pure allo studio in concreto della cessione dei crediti: qualora infatti si preveda un consistente intervento finanziario dell'*originator* per il caso di insolvenza dei debitori ceduti, la cessione *pro soluto* è *de facto* compromessa, ed in assenza della c.d. *true sale* si continuerà a ricondurre il rischio di credito all'*originator*.

Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti devono essere illustrate da un prospetto informativo, la cui redazione, si vedrà, varia a seconda che gli strumenti finanziari emessi vengano offerti ad investitori professionali o al pubblico indistinto.

Il contenuto del prospetto destinato ad investitori non professionali è determinato dal d.lgs. 58/1998 (TUF), che per mezzo della regolamentazione attuativa (reg. Consob 11971/1999) conduce agli schemi VII e VIII del reg. 809/2004/CE, i quali si è ritenuto opportuno pubblicare in appendice.

Da ultimo, in relazione alla cartolarizzazione mediante cessione dei crediti a società veicolo, verranno trattati due particolari atti gestori della società per la cartolarizzazione dei crediti, possibili solo in presenza di specifiche previsioni nel prospetto informativo dell'operazione: la cessione dei crediti acquistati e il reinvestimento dei fondi non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli.

Il primo costituisce un'eccezione alla tendenziale staticità del patrimonio separato di crediti acquisito dal veicolo, per mezzo della quale viene massimizzato il perseguimento dell'interesse degli investitori.

Rientra invece nell'ordinarietà il reinvestimento dei fondi non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dagli strumenti finanziari emessi, pur dovendosene indicare le condizioni nel prospetto informativo.

Esaurita l'analisi della cartolarizzazione mediante cessione dei crediti ad un veicolo, si tratteranno le due modalità alternative di cartolarizzazione previste dall'art. 7 ("Altre operazioni") della legge 130/1999: mediante erogazione di un finanziamento e mediante cessione dei crediti a fondo comune d'investimento.

Queste non sono state precisamente disciplinate dal legislatore, il quale si è limitato ad affermare l'applicabilità delle disposizioni della legge 130 in quanto compatibili. Si cercherà allora di verificare quali tra i primi sei articoli della legge 130/1999 permeino anche la cartolarizzazione mediante erogazione di finanziamento e mediante fondo comune d'investimento.

### **1. I modelli di cartolarizzazione dei crediti contemplati dal legislatore**

La prassi finanziaria internazionale cui si guardava alla vigilia della legge 130/1999 vedeva contrapporsi due famiglie di tecniche di cartolarizzazione dei crediti<sup>133</sup>: la prima, ruotante attorno ad un soggetto veicolo creato appositamente per realizzare l'operazione (c.d. SPV, *special purpose vehicle*), la seconda basata invece su una particolare declinazione dei fondi d'investimento (c.d. modello franco-spagnolo).

Il primo ceppo di *securitization*, facente capo alla tradizione statunitense ed inglese, vede al suo interno l'ulteriore contrapposizione tra strutture c.d. *pass-through* e strutture c.d. *pay-through*.

Pur ricorrendo in entrambi i casi ad un soggetto veicolo avente il compito di acquisire i crediti con i capitali forniti da terzi investitori, nei modelli *pass-through* si adotta la struttura del *trust*, dal momento che i crediti vengono trasferiti al veicolo il quale in qualità di *trustee*, ovvero di depositante e gestore, non ne acquista la proprietà, che viene invece trasferita ai sottoscrittori dei titoli rappresentativi del *trust fund*, attraverso cui si sono ottenute le risorse necessarie per l'operazione.

Gli investitori infatti, essendo proprietari pro quota del fondo, possiedono anche i crediti che lo costituiscono e pertanto hanno il diritto di incassare l'intero flusso monetario di interesse e capitale derivante dagli stessi.

Diversamente, nelle strutture c.d. *pay-through*, i crediti diventano di proprietà della società veicolo, la quale non agisce come *trustee*, bensì come intermediario che finanzia l'acquisto dei crediti attraverso l'emissione di propri titoli di debito.

---

<sup>133</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 32-33. Cfr: M. Mauro, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Cedam 2010, p. 22-24.

Pertanto i valori mobiliari emessi rappresentano solamente una pretesa nei confronti del SPV garantita dagli attivi appositamente isolati, ma non danno immediatamente diritto al *cash-flow* generato dai crediti, residuando così allo *special purpose vehicle* la possibilità di modulare interessi, scadenze e priorità di soddisfacimento dei titoli emessi.

Si parla di *pay-through* in senso stretto quando i pagamenti agli investitori sono condizionati dai pagamenti dei debitori, mentre di struttura *asset-backed* quando l'investitore viene soddisfatto in base ad un programma prestabilito, a prescindere dalle insolvenze dei debitori del portafoglio segregato a sua garanzia<sup>134</sup>.

Quest'ultima struttura può creare difficoltà al SPV che, per ovviare ad un eventuale *mismatching* tra incassi e pagamenti, di norma si tutela contrattualmente attraverso un terzo, c.d. *liquidity provider*, chiamato a fornire liquidità in tali evenienze.

Il secondo ceppo di *securitization* è invece tipicamente continentale, avendo trovato terreno fertile in Paesi come Francia, Spagna e Belgio.

In tali ordinamenti infatti la via del fondo d'investimento avente come oggetto crediti – detto pertanto fondo comune di crediti – rappresenta l'unica ammessa dalla legge per la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

Essenzialmente la tecnica si basa su un'entità - il fondo - non dotata di personalità giuridica e amministrata da una società di gestione del risparmio che, emettendo quote di partecipazione generalmente negoziabili sul mercato dei capitali, raccoglie le risorse necessarie per l'acquisto dei crediti.

La particolarità del fondo può essere rinvenuta nella rotatività: normalmente è previsto che agli investitori vengano riconosciute periodiche cedole di interessi sull'investimento, mentre il capitale progressivamente rimborsato per via della scadenza dei crediti è di norma impiegato in nuovi acquisti.

La cartolarizzazione attraverso fondo comune può dunque essere un'operazione in continuo divenire.

Confrontando le due “famiglie” di *securitization* si riscontra un generale *favor* per la

---

<sup>134</sup> Secondo un'altra ricostruzione, rinvenibile in R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 58-60, la struttura *asset-backed* non è una particolare declinazione di quella *pay-through*, bensì un autonomo schema alternativo al *pay-through* come al *pass-through*.

prima basata sul SPV che, in quanto indipendente e finanziariamente autonomo, nonché limitato nell'operatività all'acquisto e alla cartolarizzazione dei crediti, genera affidabilità e sicurezza per gli investitori<sup>135</sup>.

Diversamente il modello del fondo comune di crediti, che peraltro sembrerebbe comportare costi amministrativi maggiori, appare meno convincente, non garantendo nella prassi la separazione tra società di gestione e *originator*.

Come si è visto nel capitolo precedente, il disegno di legge in tema di cartolarizzazione presentato dal Governo era centrato su un solo schema di tipo *pay-through*<sup>136</sup>, basandosi l'operazione sulla cessione di crediti ad un veicolo (c.d. società per la cartolarizzazione dei crediti) che ne acquisisce la proprietà servendosi di risorse ottenute mediante l'emissione di titoli di debito<sup>137</sup>.

D'altra parte attraverso la norma di chiusura (art. 7) si rendeva possibile il ricorso ad una variante di derivazione anglosassone "mediante erogazione di un finanziamento" per dare maggiore flessibilità al novello istituto.

Il quadro sarebbe potuto essere così completo, tuttavia nel corso dei lavori parlamentari l'articolo finale del ddl venne modificato con l'inserimento di un riferimento alle cessioni a fondi comuni d'investimento.

Si può dire che un chiarimento in materia era necessario - stante la dottrina che riteneva già possibile la cartolarizzazione mediante fondo d'investimento ai sensi dell'art. 39 comma 2, lettera d) del TUF (d.lgs. 58/98)<sup>138</sup> - eppure così facendo la scelta italiana in tema di cartolarizzazione risultò un'apertura pressochè completa ad ogni schema conosciuto, ma con i riflettori puntati su un solo modello.

---

<sup>135</sup> Sul tema: R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, pp. 116-118.

<sup>136</sup> L'art. 3 comma 2 affermando <<su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi>> rivela infatti che l'investitore è creditore della società veicolo e non proprietario dei crediti cartolarizzati.

<sup>137</sup> <<La disciplina introdotta con la legge 130/1999 si sforza di contemplare le più diffuse tipologie delle operazioni di cartolarizzazione, pur assegnando un ruolo centrale al modello *pay through(...)*>> cit. C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, p. 28.

<sup>138</sup> (Il regolamento stabilisce in particolare) <<il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo>>. Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 478 ss.

Infatti i problemi nella realizzazione di un'operazione mediante erogazione di finanziamento o fondo d'investimento furono immediatamente percepibili, nel momento in cui si prevedeva solamente l'estensione, in quanto compatibile, della disciplina dettata per la cartolarizzazione tramite cessione di crediti a società veicolo. Del resto l'On. Targetti nella relazione al ddl n. 5058 affermò:

<< È possibile presumere che, ove la legge lo consenta, saranno poste in essere nel nostro paese molte operazioni di cartolarizzazione realizzate secondo il modello anglosassone; tuttavia, non c'è motivo perché la legge non possa consentire operazioni secondo il modello franco-spagnolo>>.

Da tale asserzione si deduce che si ritenne necessario permettere la cartolarizzazione dei crediti mediante fondo d'investimento, ma non altrettanto indispensabile provvedere ad un'attenta regolamentazione, stanti le previsioni di raro utilizzo.

Prima di analizzare nei prossimi paragrafi le tre modalità operative indicate un'ultima premessa è doverosa:

il legislatore non ha introdotto una definizione di operazione di cartolarizzazione, bensì si è limitato a <<descrivere i tratti caratterizzanti che un'iniziativa finanziaria deve possedere perché essa possa essere riconosciuta rilevante ai fini dell'applicazione delle disposizioni delle legge 130>><sup>139</sup>.

Pertanto è verosimile che in un futuro caratterizzato da un quadro normativo differente - privo degli ostacoli che attualmente rendono inutilizzabili gli istituti generali dell'ordinamento - possano essere realizzate operazioni ispirate all'essenza della cartolarizzazione aventi una struttura diversa da quelle rese possibili con l'intervento normativo del 1999.

## **2. La cartolarizzazione mediante cessione di crediti a favore di una società veicolo**

La principale delle tre modalità previste per la realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione, la cui essenza consiste nella <<trasformazione di attività

---

<sup>139</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 54.

finanziarie in titoli negoziabili>><sup>140</sup>, è quella basata sulla cessione di crediti a favore di una società veicolo.

Ad essa infatti sono dedicati i primi sei articoli della legge 130/1999, la quale lascia alle strutture alternative solamente l'art. 7, che peraltro appare più evocativo che normativo.

Lo schema tratteggiato prevede una molteplicità di soggetti, dei quali sono sempre necessari un soggetto cedente c.d. *originator*, una società veicolo denominata società per la cartolarizzazione dei crediti (SCC), un *pool* di investitori e un organizzatore dell'intera operazione - normalmente una banca - che prende il nome di *arranger*, pur non essendo espressamente richiamato dalla legge.

Nella versione *standard* dell'operazione vi è cessione a titolo oneroso di un portafoglio di crediti da una banca, un altro intermediario TUB o un'impresa ad una società per la cartolarizzazione dei crediti, la quale emette strumenti finanziari per acquisire dagli investitori le risorse necessarie all'acquisto dei crediti, i quali vanno a costituire un patrimonio separato da quello della società stessa, generatore di flussi monetari destinati esclusivamente al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione<sup>141</sup>.

L'interesse dell'*originator*, consistente nello smobilizzo di parte delle attività, incontra perfettamente quello di impiego fruttifero del capitale riconducibile agli investitori ed è così possibile pervenire ad una migliore allocazione di risorse.

La società per la cartolarizzazione dei crediti (SCC) è un semplice strumento, un veicolo paragonabile al SPV degli ordinamenti di *common-law*, avente il compito di segregare gli attivi che garantiscono gli investitori e di emettere gli strumenti finanziari, funzione che però può anche essere delegata ad una società differente.

Essa non è sottoposta ai normali requisiti di patrimonializzazione degli intermediari

---

<sup>140</sup> R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 23.

<sup>141</sup> Si rileva però che se l'*originator* è una banca, talvolta sottoscrive essa stessa gli strumenti finanziari, che poi utilizza come collaterale per il rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea. In tale ipotesi il credito dell'*originator* derivante dalla cessione dei crediti si compensa con quello della società per la cartolarizzazione dei crediti derivante dal collocamento dei titoli. Per un esempio recente, si veda l'operazione della Cassa Risparmio di Asti del gennaio 2013. Cfr: M. Monti, *Cartolarizzazioni, nel 2013 primo deal da 500 milioni*, in "Il Sole 24 ore", 18-01-2013, p. 25. A proposito della c.d. autocartolarizzazione: M. Mauro, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Cedam 2010, p. 79 ss.

finanziari né ai limiti d'emissione di valori mobiliari delle società, perché notoriamente questi erano gli ostacoli principali alla realizzazione dell'operazione in Italia.

Infatti seppure in una società la previsione di un consistente capitale sociale e di un determinato rapporto tra strumenti finanziari e patrimonio è tradizionalmente garanzia per le controparti e gli investitori di vedere soddisfatti i propri diritti, nel caso specifico confligge con le finalità dell'operazione, consistenti nello smobilizzo di attività e nella creazione di liquidità.

Per garantire gli investitori in titoli cartolarizzati può essere sufficiente la segregazione degli attivi in patrimonio separato, mentre la restante collettività può essere tutelata semplicemente attraverso la previsione che la società cessionaria e la società emittente titoli, se diversa dalla cessionaria, abbiano <<per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti>>.

Limitando in tal modo l'attività, si impedisce che volontariamente o meno sorgano in capo alla SCC obbligazioni non suscettibili di soddisfazione per carenza di risorse.

Perché l'operazione si perfezioni è previsto inoltre che venga data notizia delle cessioni in Gazzetta Ufficiale, formalità che dal giorno di espletamento le rende opponibili oltre che ai debitori ceduti ai creditori e agli altri aventi causa del cedente, nonché impedisce azioni sui crediti acquistati e sulle somme corrisposte dai debitori diverse da quelle a tutela degli investitori e delle altre parti dell'operazione qualificabili come costi della stessa.

Prima della pubblicazione dell'avvenuta cessione è possibile però che vi sia azione sui crediti da parte di altri creditori della SCC, motivo per cui nella pratica si subordina l'efficacia del trasferimento all'assolvimento degli obblighi pubblicitari.

Inoltre, come si vedrà meglio nei prossimi paragrafi, sono previste alcune deroghe al normale regime delle azioni revocatorie, sempre con lo scopo di blindare il *cash-flow* derivante dai crediti ceduti.

Lo schema più semplice si basa dunque su due negozi giuridici: la cessione dei crediti e l'emissione degli strumenti finanziari.

È evidente che un contratto è funzionale all'altro, tanto che in dottrina tale raccordo è



stato riconosciuto come collegamento legale<sup>142</sup>.

Sul piano negoziale la relazione tra i due momenti dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti trova espressione nel ricorso alla condizione.

Nella prassi infatti l'efficacia della cessione dei crediti è sospensivamente condizionata alla sottoscrizione degli strumenti finanziari emessi, dal momento che senza il capitale degli investitori la società per la cartolarizzazione diventa un contenitore vuoto e l'operazione impraticabile<sup>143</sup>.

Per l'acquisto dei crediti un'alternativa possibile sarebbe il ricorso ad un finanziamento di terzi, che però comporterebbe un aggravio di costi nonché considerevoli complicazioni nel caso di mancato collocamento degli strumenti finanziari.

Affinchè gli strumenti finanziari siano graditi dal mercato assume particolare importanza il prospetto informativo dell'operazione, al quale è dedicato l'art. 2 della legge.

Tale documento, il cui contenuto è determinato dal TUF e dalle relative norme attuative qualora i titoli siano offerti ad investitori non professionali, deve invece contenere una serie di indicazioni elencate al terzo comma dell'art. 2 nel caso di offerta ad investitori professionali, attraverso le quali è tra l'altro possibile rinvenire i soggetti accessori di un'operazione di cartolarizzazione.

Si rileva innanzitutto che l'emissione ed il collocamento dei titoli come la riscossione dei crediti ceduti e i servizi di cassa e di pagamento sono funzioni assegnabili a soggetti diversi dal cessionario, che nella prassi internazionale vengono indicati rispettivamente come *issuer* e *servicer*.

In secondo luogo si riscontra un'apertura a parti ulteriori nell'ambito di <<operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di

---

<sup>142</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, pp. 59-60.

<sup>143</sup> Il capitale di terzi investitori non è necessario nel solo caso in cui, come accennato in nota 141, l'*originator* sia una banca che intenda sottoscrivere i titoli emessi, situazione in cui i crediti tra SCC e cedente si compensano e l'operazione viene dunque conclusa. Certamente in tal modo la banca non riesce a ottenere tutti i possibili benefici (specialmente di bilancio) di una cartolarizzazione, ma genera degli *asset* (i titoli) che può dare in garanzia alla BCE per ottenere finanziamenti a tasso agevolato, ossia liquidità. Non è infatti ovviamente possibile accedere al rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea presentando i semplici crediti in portafoglio. Attualmente nel settore bancario la cartolarizzazione di crediti finalizzata al rifinanziamento presso la BCE è un *trend* in crescita, che trova una spiegazione nella crisi economica e nella ridotta appetibilità delle ABS per gli investitori.

cartolarizzazione>>.

Già ora si può accennare che trattasi normalmente di assicurazioni e istituti di credito chiamati a rafforzare la posizione degli investitori con garanzie a copertura parziale del rischio di insolvenza dei debitori ceduti o con iniezioni di liquidità nei momenti di *mismatching* tra incasso dei crediti e pagamento degli interessi sui titoli.

Il successo di una cartolarizzazione è altresì dipendente dal *rating* assegnato agli strumenti finanziari dalle agenzie di valutazione specializzate che, sebbene debbano obbligatoriamente intervenire nel solo caso di offerta ad investitori non professionali, vengono normalmente coinvolte in ogni operazione.

Un *rating* elevato dovrebbe essere indice di affidabilità del titolo emesso, inoltre permette di raggiungere anche quegli investitori istituzionali che per legge o proprio regolamento possono impiegare le loro risorse solamente in valori aventi *investment grade*.

Prima di procedere ad una dettagliata analisi dei soggetti coinvolti nell'operazione e degli aspetti salienti della stessa occorre accennare anche alla natura dei titoli derivanti da cartolarizzazione di crediti: si tratta di <<strumenti finanziari>>, a fini fiscali equiparati alle obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani.

## **2.1. Le caratteristiche dei crediti**

All'art. 1 comma 1 della legge 130/1999 viene indicato che l'operazione di cartolarizzazione si fonda sulla cessione di <<crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti>>.

Prima di approfondire le caratteristiche dei crediti cedibili è opportuno rilevare che in base al tenore letterale della norma è ipotizzabile un'operazione basata su un unico credito.

La dottrina infatti ha generalmente letto il requisito dell'individuabilità in blocco per l'ipotesi di una pluralità di crediti come un'implicita ammissione della possibilità di

cartolarizzare un solo credito, purché di importo considerevole<sup>144</sup>.

Alla luce di tale chiarimento, delle tre caratteristiche indicate soltanto due sono sempre presenti ( la natura pecuniaria e l'esistenza o "futuribilità" dei crediti) mentre una è puramente eventuale (l'individuabilità in blocco) ma, data la prassi di cartolarizzazione di una molteplicità di crediti, si può dire che tutte sono *de facto* necessarie.

A proposito invece di ciò che il legislatore non dice, sicuramente è importante osservare che non vi è prescrizione circa la qualità delle esposizioni, coerentemente con l'intenzione risultante dai lavori preparatori di permettere la cartolarizzazione tanto di crediti *in bonis* quanto di crediti *non performing*.

Circa la natura pecuniaria non si riscontrano problematiche interpretative: si dice infatti pecuniario il credito avente come oggetto la prestazione di una somma di denaro. Non è dunque possibile cartolarizzare crediti che si concretizzino in un *facere*, neppure nei casi in cui abbiano una precisa valutazione patrimoniale o si combinino con prestazioni meramente pecuniarie.

Al momento dell'introduzione della legge la mancata precisazione circa la valuta dei crediti poteva essere un problema considerevole, che oggi risulta certamente ridimensionato per effetto della sostituzione della valuta nazionale e della maggior parte di quelle europee con l'euro.

Chi scrive ritiene comunque che, nel silenzio della legge, non dovrebbe essere vietata la cessione di crediti in divisa estera, in relazione ai quali sarebbe però opportuno pensare a meccanismi di neutralizzazione del c.d. rischio di cambio.

Più controversa è sicuramente la spiegazione del secondo requisito dei crediti: se infatti è chiaro che sono esistenti quando l'*originator* già vanta una situazione attiva in relazione a rapporti la cui fattispecie costitutiva è completata<sup>145</sup>, non è altrettanto

---

<sup>144</sup> Cfr: G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002, p. 51; V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 111; R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 36, dove si ipotizza la cartolarizzazione dei diritti di restituzione di un mutuo concesso da un'istituzione internazionale ad un Paese in via di sviluppo o da una *merchant bank* per la realizzazione di un'opera.

<sup>145</sup> Si dibatte unicamente intorno all'esistenza o meno dei crediti sottoposti a condizione o termine. Se per commentatori quali il Troiano tali situazioni devono ritenersi compiute, per altri come il Ferro-Luzzi per considerare un credito presente ai fini della legge occorre che non sussistano condizioni

facile identificare i crediti futuri.

I primi commentatori erano divisi tra quanti ritenevano futuri i crediti originati da un rapporto già esistente al momento della cessione e quanti invece affermavano tali anche i crediti derivanti da rapporti giuridici sorti in un momento successivo, ma fondatamente sperati alla data di cessione<sup>146</sup>.

Qualcuno provò anche a servirsi della nozione presente nella legge 52/1991 sulla cessione dei crediti d'impresa (art. 3, comma 3: "crediti che sorgeranno da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a 24 mesi"), ma si osservò presto che gli interessi sottostanti le operazioni regolate dalla legge 130 e dalla legge 52 sono ben diversi, come che i presupposti di applicazione delle stesse ne rendono impossibile un utilizzo simultaneo<sup>147</sup>.

Stante il dibattito aperto, un intervento legislativo era necessario e si riscontrò infine nel decreto del Ministro del Tesoro del 4 aprile 2001 precisante all'art. 2, numero 2, lett. h) che per crediti futuri devono intendersi <<i crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente.>>

Si legò dunque il concetto di credito a quello di normalità dell'esercizio dell'attività, accogliendo così una nozione ancora più ampia di quella più aperta formulata in dottrina<sup>148</sup>.

Una problematica residua circa i crediti futuri potrebbe attenerne la separazione dal patrimonio del cedente: secondo l'art. 1472 cc infatti la cessione ha effetto nel momento in cui il credito viene ad esistenza, e questo comporterebbe, nel caso di fallimento del cedente, il problema di confusione del credito con la massa fallimentare ed il soddisfacimento concorsuale del creditore<sup>149</sup>.

---

sospensive o risolutive alla nascita del credito stesso, mentre è irrilevante il termine di scadenza del credito.

<sup>146</sup> Ci si rifaceva alla sentenza 8 maggio 1990 n. 4040 della Cassazione riguardante la cessione in garanzia dei contributi promessi da un comune ad un'associazione sportiva.

<sup>147</sup> G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002, p. 55.

<sup>148</sup> Cfr: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 116-117.

<sup>149</sup> Per un'attenta ricostruzione dei profili fallimentaristici della cessione dei crediti futuri: G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002, p. 103-105.

Secondo certa dottrina la complicazione potrebbe però essere evitata ricostruendo la cessione al di fuori del normale schema civilistico e affermando la nascita del bene direttamente in capo al cessionario, in deroga alle regole comuni<sup>150</sup>.

Parlando di crediti futuri è da ultimo necessario evidenziarne la differenza rispetto ai proventi futuri: se infatti <<sul piano squisitamente economico la distinzione tra un credito futuro ed un flusso finanziario tende ad assottigliarsi sin quasi a scomparire, sul piano tecnico-giuridico resisterebbe in ogni caso la diversità di valore da assegnare, nelle due situazioni, all'intervallo temporale che intercorre tra il momento genetico e quello estintivo dell'obbligazione (cosa che, nel primo caso porterebbe a qualificare come creditizio il rapporto, nel secondo caso non avrebbe un valore giuridicamente apprezzabile)>><sup>151</sup>.

Pertanto, stante il testo della legge 130/1999, la dottrina maggioritaria ritiene che non sia possibile realizzare una cartolarizzazione di proventi futuri intesi come somme future che costituiscono la controprestazione di beni o servizi forniti, nonostante la prassi internazionale e l'affermazione durante i lavori preparatori di voler rendere possibile l'operazione in relazione ai pedaggi autostradali<sup>152</sup>.

Questo è probabilmente un limite del sistema da rimuovere, non essendo giustificato il diverso trattamento di crediti e proventi futuri, dal momento che non si riscontrano differenze ai fini dell'operazione tra una fattura che si prevede di emettere pagabile a trenta giorni (dove per la dilazione temporale concessa vi è credito, per quanto

---

<sup>150</sup> P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 154. *Ibidem* viene rilevato il problema della non venuta ad esistenza dei crediti futuri. Secondo lo schema civilistico comune ciò comporterebbe la nullità della vendita ed il diritto del cessionario alla restituzione del prezzo da parte del cedente, per il quale garantisce l'intero patrimonio ex art. 2740 cc, ma tale ricostruzione sembra incoerente con l'essenza della cartolarizzazione per cui è più plausibile ritenere che il rischio dell'inesistenza sia posto a carico del cessionario, realizzando così una velata partecipazione degli investitori al rischio di impresa.

<sup>151</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 118.

<sup>152</sup> P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 155-156; V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 120. Per una diversa lettura del problema: R. Alessi, V. Mannino (a cura di), *La circolazione del credito. Cessione "factoring" cartolarizzazione*, in L. Garofalo, M. Talamanca (diretto da), "Trattato delle obbligazioni", volume IV, tomo I, Cedam 2008, pp. 1210-1215, dove si rileva che nonostante il dato normativo contrario nella pratica sono state realizzate cartolarizzazioni di proventi futuri (Telecom 2001), per cui sarebbe più dannoso un giorno, se necessario, non applicare il regime di favore della legge 130/1999 che applicarlo.

generalmente gratuito) ed un'altra che si prevede di emettere immediatamente pagabile (dove dunque non è rinvenibile una fattispecie creditizia).

Infine, in relazione all'ultima caratteristica dei crediti cedibili, è opportuno tenere conto del già richiamato decreto ministeriale del 4 aprile 2001 che all'art. 2, numero 2, lett. g) ha altresì precisato come per crediti individuabili in blocco vada inteso <<l'insieme di crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l'omogeneità giuridico-finanziaria degli stessi.>>

Tale omogeneità è essenziale per il buon esito dell'operazione, considerando che il portafoglio di crediti deve essere analizzabile dalle agenzie di *rating* e dagli investitori, da cui dipende il collocamento o meno dei titoli.

È curioso come tale nozione di individuabilità in blocco sia stata anticipata da certa dottrina che nelle immediatezze dell'entrata in vigore della legge 130/1999 per l'appunto affermava:

<< (...) non si può (...) immaginare che l'operazione riceva un *rating* accettabile là dove riguardi una pluralità di crediti assai diversi tra loro, quanto, p.es., a natura, scadenza, garanzie, origine ecc. Sembrerebbe, piuttosto, che il riferimento ad una pluralità di crediti da cartolarizzare, individuabili in blocco, sia da intendere nel senso che il blocco degli stessi sia composto da entità suscettibili di essere aggregate e considerate unitariamente; in una parola, omogenee>><sup>153</sup>.

## **2.2. Contratti di credito e loro attitudine a generare crediti cartolarizzabili**

In base all'art 1813 cc <<il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità>>.

L'istituto si è tramandato dal diritto romano quasi immutato, con una sola particolare differenza: nel nostro ordinamento è prevista la corresponsione degli interessi al mutuante salva diversa volontà delle parti.

---

<sup>153</sup> R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 41.

Dal punto di vista delle modalità di restituzione è possibile che vi siano dei pagamenti rateali di interessi con restituzione di quote di capitale, come anche una sola prestazione finale estintiva del debito, comprendente il capitale e l'interesse.

Il contratto si conclude con la consegna di una certa quantità di denaro o altre cose dal mutuante (*tradens*) al mutuatario (*accipiens*), che ne diventa proprietario a seguito della *datio*.

Il momento della consegna con trasferimento della proprietà è essenziale, perché permette il soddisfacimento dell'interesse primario del mutuatario consistente nel consumo dei beni o nella loro alienazione<sup>154</sup>.

Talvolta essa non avviene materialmente, non essendo necessaria, ad esempio perché il mutuatario ha già presso di sé denaro o beni a titolo di deposito od altro titolo oppure è debitore di una quantità determinata di cose fungibili che il creditore gli permette di trattenere a mutuo.

La concessione di un mutuo può essere legata ad una determinata finalità (c.d. *mutuo di scopo*<sup>155</sup>) ed è sovente assistita da garanzie personali o reali.

---

<sup>154</sup> E. Simonetto, *I contratti di credito*, Cedam 1994, p. 298.

<sup>155</sup> Il mutuo di scopo non è altro che un mutuo caratterizzato dall'obbligo per il mutuatario di fare un determinato uso dei beni mutuati. Tale obbligo può derivare dalla legge e pertanto si parlerà di *mutuo di scopo legale* (si pensi ad esempio alle numerose leggi sul credito agevolato, per le quali è possibile ricorrere a finanziamenti aventi condizioni migliori di quelle di mercato, ma restando vincolati ad uno specifico utilizzo dei beni mutuati), come dalla volontà delle parti (*mutuo di scopo convenzionale*, es: per l'acquisto di un'automobile). È evidente che in un mutuo di scopo la causa non è la causa tipica del mutuo (in cui non rileva la destinazione delle cose o delle somme mutate), dal momento che la finalità fissata dalla legge o dalle parti incide a tal punto sul sinallagma da essere possibile la risoluzione per inadempimento (cfr sentenza Tribunale di Torino, sezione I, 22 febbraio 2010, parti D.P. C. Plusvalore S.p.A. e C.R.R. titolare della ditta individuale In.te.se) quando le somme o cose vengono usate per scopo differente da quello stabilito, nonché la risoluzione per impossibilità sopravvenuta nel momento in cui lo scopo diventi irraggiungibile. Come ribadito dalla *Cassazione Civile con sentenza 12454 del 19 luglio 2012* <<la fattispecie del collegamento negoziale è configurabile anche quando i singoli atti (contratto di compravendita e contratto di mutuo .ndr) siano stati stipulati tra soggetti diversi, purché essi risultino concepiti e voluti come funzionalmente connessi e tra loro interdipendenti, onde consentire il raggiungimento dello scopo diviso dalle parti>>. *Ibidem*: <<Della somma concessa in mutuo beneficia il venditore del bene, con la conseguenza che la risoluzione della compravendita del bene - che importa il venir meno dello stesso scopo del contratto di mutuo - legittima il mutuante a richiedere la restituzione della somma mutuata, non al mutuatario, ma direttamente ed esclusivamente al venditore.>> Sul tema: M. Vazzana, *Il collegamento negoziale sussiste, anche quando i contratti sono stati stipulati da soggetti diversi*, in "Diritto e Giustizia". ([www.dirittoegiustizia.it](http://www.dirittoegiustizia.it))

Storicamente, i mutui ipotecari sono stati i primi ad essere cartolarizzati, stante la relativa sicurezza di rimborso da parte del debitore e l' idoneità a produrre un costante flusso di denaro nel tempo.

Al mutuo ipotecario nel nostro ordinamento va necessariamente affiancato il credito fondiario che, in base all'art. 38 TUB, << ha per oggetto la concessione, da parte di banche, di finanziamenti a medio e lungo termine garantiti da ipoteca di primo grado su immobili>>, altrettanto idonei ad essere cartolarizzati.

Il credito fondiario si distingue dal mutuo ipotecario per la finalità (acquisto, costruzione, ristrutturazione di immobile) e per i vantaggi che accorda tanto al finanziatore quanto al finanziato<sup>156</sup>.

É infatti previsto che il destinatario del finanziamento goda di tariffe notarili ridotte, possa ridurre la somma iscritta ad ipoteca o i beni stessi dell'ipoteca a fronte di pagamento parziale del debito nonché estinguerlo anticipatamente, senza contare le norme sul ritardo nel pagamento rateale e sul frazionamento contabile e ipotecario in caso di condominio.

Anche il finanziatore ha dei benefici nel credito fondiario: può eleggere domicilio presso la propria sede ai fini dell'iscrizione ipotecaria, può far annotare retroattivamente a margine dell'iscrizione già avvenuta l'eventuale successiva variazione degli interessi, ma soprattutto gode dell'ipoteca per tutto l'importo dovuto nel caso di finanziamento indicizzato nonché di vantaggi in ambito esecutivo e fallimentare, quali il consolidamento veloce dell'iscrizione di ipoteca in dieci giorni e l'esonero dei pagamenti ricevuti dalla revocatoria fallimentare.

Per quanto riguarda il rapporto credito – garanzia, in attuazione dell'art. 38 comma 2 TUB, Banca d'Italia, sulla base della deliberazione del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio del 22 aprile 1995, ha provveduto a fissare l'ammontare

---

<sup>156</sup> <<La nuova normativa sul credito fondiario (...) riconosce una serie di facoltà ad entrambi le parti contrattuali (banca-finanziato) in modo da creare un rapporto di relativo "equilibrio" tra loro: ad un vantaggio per la banca corrisponde un vantaggio, se pur di diverso contenuto, per il finanziato e viceversa>>. F. Bacchi, M. Giacobbe, *La derogabilità delle norme sul credito fondiario*, in "Rivista del Notariato", 04/1996, p. 811 ss. Ciò comporta che le norme che sanciscono diritti in capo al soggetto finanziato non siano derogabili a suo svantaggio.

Cfr: F. Fiorucci, *La disciplina privilegiata delle operazioni di credito fondiario e la sua eventuale derogabilità*, in "Magistra, Banca e Finanza". ([www.magistra.it](http://www.magistra.it))



massimo del finanziamento all'80% del valore dei beni ipotecati o del costo delle opere da eseguire su di essi.

Tra le altre <<particolari operazioni di credito>> regolate dal TUB il credito alle opere pubbliche, il credito agrario – peschereccio ed il credito a medio – lungo termine alle imprese possono generare attivi cartolarizzabili<sup>157</sup>, mentre tale attitudine non si rinviene nel credito su pegno dove, nel momento in cui non dovesse essere restituito il capitale e l'interesse pattuito, il finanziatore ha la facoltà di chiedere l'assegnazione della cosa in pagamento o di venderla, trattenendone il prezzo fino alla concorrenza del debito.

Il credito su pegno riguarda normalmente importi ridotti e per questo motivo non si presta ad essere oggetto di cartolarizzazione, operazione che per risultare conveniente deve cercare di coinvolgere il minor numero di crediti per il maggior valore possibile, considerato che il portafoglio crediti su cui si basano i titoli da emettersi deve essere oggetto di valutazione da parte di chi organizza l'operazione come degli investitori che, ad operazione organizzata, ne consacrano il successo o fallimento.

Venendo ora ai contratti bancari di credito (apertura di credito, anticipazione bancaria, sconto bancario) l'art. 1858 cc descrive lo sconto come <<il contratto col quale la banca, previa deduzione dell'interesse, anticipa al cliente l'importo di un credito

---

<sup>157</sup> L'art. 42 TUB definisce il credito alle opere pubbliche come quello avente <<per oggetto la concessione, da parte di banche, a favore di soggetti pubblici o privati, di finanziamenti destinati alla realizzazione di opere pubbliche e di impianti di pubblica utilità>>.

Il credito a medio o lungo termine alle imprese (art. 46 TUB) vanta come elemento peculiare l'assistenza di un privilegio speciale, di natura convenzionale, su beni mobili dell'impresa non iscritti in registri pubblici. Tale privilegio, che servì a sostituire la serie di privilegi legata all'alluvionale disciplina dei c.d. crediti speciali eliminata dal TUB, costituisce un'innovazione molto importante, dal momento che il nostro ordinamento non conosceva la figura generale del pegno senza spossessamento attraverso cui ottenere credito senza ostacolare il processo produttivo delle imprese. L'istituto infatti aveva avuto soltanto dei limitati precedenti in normative come quella sul pegno sui prosciutti d.o.c. o sui titoli in gestione centralizzata, e pertanto è fondamentale per lo sviluppo di tutte le imprese nazionali e la competizione con i produttori stranieri. Sul tema: M. Rescigno, *Il privilegio per i finanziamenti bancari a medio e lungo termine a favore delle imprese, con particolare riguardo alla rotatività del suo oggetto*, in "Banca, borsa e titoli di credito", 05/1999, p. 583 ss. Nell'articolo vi è un'attenta analisi dell'art. 46 TUB e del meccanismo sottostante il nuovo privilegio speciale: dalla *ratio* dell'intervento legislativo all'inquadramento dell'istituto, dall'analisi delle categorie di beni su cui può essere costituito il privilegio alle modalità di descrizione di beni e crediti garantiti, dai criteri risolutivi dei conflitti tra creditore e terzi ai profili concorsuali dell'istituto.

verso terzi non ancora scaduto, mediante la cessione, salvo buon fine, del credito stesso>><sup>158</sup>.

Fondamentalmente attraverso lo sconto viene concesso un prestito, che verrà rimborsato non dal finanziato (scontatario), bensì da un suo debitore che viene ceduto al fine di ottenere immediata liquidità. Il finanziatore (scontante) agisce in funzione dell'interesse che, stabilito in base alla qualità e data di scadenza del credito ceduto, viene trattenuto dalla somma consegnata (c.d. somma scontata) allo scontatario. Qualora il debitore ceduto si rivelasse insolvente, si avrà rivalsa per la somma a scontarsi sullo scontatario, essendo prevista la clausola “salvo buon fine”.

Nella prassi le banche preferiscono lo sconto dei crediti cartolari che attribuiscono in maniera esclusiva il diritto di credito e sono solite operare per “castelletti di sconto”, ovvero determinando per cliente un importo massimo scontabile, superato il quale non vengono più considerate richieste di sconto finché i crediti ceduti non iniziano ad essere soddisfatti.

Questo non significa che la banca prima del superamento della disponibilità sia tenuta a scontare ogni credito proposto, bensì che attua una doppia valutazione: *in primis* del merito creditizio dello scontatario, rilevante nel momento in cui i debitori ceduti divengano insolventi, e successivamente del singolo credito da scontare.

I crediti derivanti da sconto bancario vengono regolarmente cartolarizzati, al pari dei crediti derivanti da anticipazione bancaria, ossia da un prestito garantito da pegno di merci o titoli (art. 1846 cc).

Del resto l'anticipazione bancaria genera crediti piuttosto sicuri, dal momento che il finanziatore (anticipante) eroga una somma di denaro a fronte della costituzione in pegno di merci o titoli del finanziato (anticipato) che, se individuati, nel caso di

---

<sup>158</sup> A dispetto della denominazione tali contratti sembra possano essere sottoscritti anche con istituti di credito diversi dalle banche dal momento che il richiamo alla banca nel testo normativo dovrebbe essere dovuto soltanto al fatto che vengono conclusi normalmente con questa (*id quod plerumque accidit*), e pertanto la disciplina codicistica sarebbe applicabile analogicamente quando il contratto è concluso <<da imprese che operano direttamente nel settore del credito, anche se non presentino le caratteristiche della banca>>, come gli intermediari finanziari di cui all'art. 106 TUB. Sul tema dell'applicabilità della disciplina dei contratti bancari E. Gabrielli, F. Maimeri, *I contratti bancari*, UTET 2002, p. 16; A. Pavone La Rosa, *Ambito di applicabilità della disciplina dei contratti bancari e disciplina del negozio misto*, in “Banca, borsa, titoli di credito”, II/1961, p. 332 ss.

insolvenza possono essere venduti dal creditore per il conseguimento di quanto dovuto secondo le forme stabilite dall'art 2797 cc<sup>159</sup>.

Tale norma prevede che prima di procedere alla vendita di quanto avuto in pegno, il creditore, a mezzo di ufficiale giudiziario, intimi al debitore di pagare il debito, avvertendolo che diversamente si procederà alla vendita, la quale è autorizzata trascorsi cinque giorni dall'intimazione non opposta o dall'intimazione cui è stata proposta opposizione ma rigettata.

Diverso è invece il regime del pegno di denaro, merci o titoli non individuati o per i quali sia stata conferita alla banca la facoltà di disporre, situazione che costituisce pegno irregolare a garanzia di anticipazione ai sensi dell'art. 1851 cc.

Infatti il soddisfacimento dell'anticipante avviene sempre direttamente sul pegno stesso, dovendo esso restituire alla scadenza del finanziamento solo la somma o la parte delle merci o dei titoli che eccedessero l'ammontare dei crediti garantiti.

Talvolta accade che istituti di credito qualificano pegni regolari come irregolari per beneficiare del regime più favorevole di questi ultimi, ma la distinzione tra le due forme di garanzia è ben nota in dottrina e costantemente ribadita in giurisprudenza<sup>160</sup>.

La differenza principale rispetto allo sconto si riscontra all'art. 1850 cc, dove si prevede il mantenimento del valore della garanzia: qualora dovesse diminuire di almeno un decimo rispetto all'iniziale, il debitore dovrà fornire un supplemento di garanzia, pena la vendita di quanto dato in pegno nel caso di inottemperanza .

---

<sup>159</sup> Ferma restando la possibilità data dall'art. 2798 cc al creditore di domandare al giudice che la cosa data in pegno gli venga assegnata in pagamento fino alla concorrenza del debito.

<sup>160</sup> Cfr: M. Natale, *Sulla distinzione tra pegno regolare e irregolare*, in "Banca, Borsa, Titoli di Credito", 04/2012, p.496 ss. Nell'articolo viene commentata una sentenza che affronta il problema della qualificazione della garanzia come pegno regolare o irregolare e della modalità di soddisfacimento del creditore pignoratizio nell'ipotesi di fallimento del debitore. Una banca erogando un finanziamento ad una s.r.l. aveva avuto in pegno titoli obbligazionari ed una somma di denaro, qualificando entrambe le garanzie come pegni irregolari. Non è d'accordo il giudice, che afferma che solo per il pegno costituito sulla somma di denaro può essere detto pegno irregolare. Nel commento si ricorda il significato dell'art. 1851 cc nonché che <<la differenza tra le due figure si rinviene, com'è noto, nella natura del bene oggetto di garanzia. In linea generale si parla di pegno regolare quando l'oggetto della garanzia è un bene infungibile; viceversa, il pegno si qualifica irregolare quando l'oggetto della garanzia è un bene fungibile non specificamente individuato>>.

Invece il credito su pegno, che condivide la matrice storica dell'anticipazione, viene comunemente distinto per l'oggetto del pegno: beni sempre di valore, ma più difficilmente liquidabili non avendo quotazioni di mercato nonché una domanda sicura e diffusa<sup>161</sup>.

Diverso è il caso dell'apertura di credito (art. 1842 cc), ovvero del contratto <<col quale la banca si obbliga a tenere a disposizione dell'altra parte una somma di danaro per un dato periodo di tempo o a tempo indeterminato>><sup>162</sup>.

Il profitto del finanziatore consiste di regola in una provvigione per l'affidamento concesso, e solo eventualmente negli interessi sulla parte di disponibilità monetaria effettivamente utilizzata.

Si suole distinguere tra apertura di credito semplice e in conto corrente, a seconda che sia possibile, utilizzando in più volte il credito, ripristinare la disponibilità con successivi versamenti (a.d.c. in conto corrente) oppure sia previsto un determinato numero di prelievi possibili esauriti i quali vi è l'obbligo di restituire quanto prelevato (a.d.c. semplice).

Di regola l'apertura di credito è in conto corrente e pertanto si determina una situazione dinamica, in continuo divenire.

Ne deriva che <<il debito dell'accreditato sorge solo con la chiusura del rapporto, potendo i prelievi e versamenti successivi modificare il saldo, ed è solo in questi limiti che la banca risulterà dappoi creditrice>><sup>163</sup>.

Se oltre all'impossibilità di individuabilità del credito durante l'esistenza del rapporto si considera che a chiusura del rapporto la prestazione restitutoria è normalmente immediata e non ulteriormente differita, risulta difficile immaginare una cartolarizzazione di crediti derivanti da apertura di credito.

---

<sup>161</sup> Sulle merci ed i titoli idonei ad essere dati in pegno per l'anticipazione: E. Gabrielli, F. Maimeri, *I contratti bancari*, UTET 2002, p. 182 e p. 209.

<sup>162</sup> Sulla creazione della disponibilità come essenza dell'apertura di credito: R. Teti, P. Marano, *I contratti bancari. Apertura di credito – Anticipazione – Sconto*, Giuffrè 1999, p. 22 ss.

<sup>163</sup> G. Fauceglia, *I contratti bancari*, in V. Buonocore (diretto da), "Trattato di Diritto Commerciale", sez. III, tomo 2, Giappichelli 2005, p. 335.

Il *leasing*<sup>164</sup>, meglio conosciuto in Italia come “locazione finanziaria”, è invece un contratto atipico<sup>165</sup> attraverso il quale viene posta in essere un'operazione di finanziamento a medio o lungo termine.

La causa di finanziamento è stata inizialmente riconosciuta poi sminuita dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione<sup>166</sup>, che ha proposto una distinzione tra *leasing* di godimento e *leasing* traslativo, ma è ben evidenziata dalla dottrina la quale la utilizza per sostenere l'unitarietà della figura<sup>167</sup>.

---

<sup>164</sup> Nel *leasing* un soggetto (concedente) acquista o fa costruire un bene mobile o immobile su richiesta e indicazione - generalmente ma non necessariamente - di un imprenditore (utilizzatore), il quale lo riceve in godimento a fronte di pagamento di un canone per un determinato periodo, decorso il quale ha la possibilità di acquistarne la proprietà ad un prezzo predeterminato. Ogni rischio relativo al bene (difetti, mancanza di qualità, distruzione, deterioramento *et similia*) è posto a carico dell'utilizzatore al quale sono tra l'altro cedute le azioni contro il fornitore del bene, grazie ad apposite clausole che vengono meno solamente nel caso di conclusione del contratto con consumatore, in ragione della disciplina delle clausole vessatorie presente nel Codice del Consumo. I vantaggi per il concedente sono evidenti: una volta acquistato e consegnato il bene all'utilizzatore ha adempiuto ad ogni sua obbligazione, e da questo momento dovrà soltanto incassare i canoni per rientrare del capitale, delle spese e degli interessi che costituiscono l'utile dell'operazione, con la particolare garanzia derivante dal rimanere proprietario dei beni dati in *leasing* in caso di insolvenza dell'utilizzatore.

<sup>165</sup> L'operazione di locazione finanziaria si presenta per la prima volta in tribunale nel 1974 a Vigevano. Da subito si sente l'esigenza di un intervento legislativo specifico che però è mancato, sostituito da previsioni legislative sparse e scoordinate tra loro che hanno di fatto riconosciuto il negozio dandogli una disciplina abbastanza chiara e completa. Si veda: E. Gabrielli, R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, tomo II, in P. Rescigno, E. Gabrielli (diretto da), “Trattato dei contratti”, Utet 2010, pp. 1601-1612.

<sup>166</sup> Negli anni '80 pare che la Cassazione non abbia dubbi nel qualificare il *leasing* come contratto di finanziamento (tra le tante la sentenza n. 8766 del 26 novembre 1987 recita: <<La locazione finanziaria è un contratto atipico con prevalente finalità di finanziamento>>) ma dal 1989 inizia una serie di sentenze (nn. 5569-5574) che inaugura un nuovo corso per cui nell'ambito del *leasing* finanziario sono individuabili due distinte figure contrattuali: quella del <<*leasing* di godimento>> dove si ha una funzione di finanziamento a scopo di godimento, assimilabile ad una locazione, e quella di <<*leasing* traslativo>> assimilabile ad una vendita con riserva di proprietà dove la funzione di finanziamento sbiadisce in favore del trasferimento del bene alla scadenza del contratto che da eventualità marginale e accessoria diventa parte della funzione del contratto. La distinzione rileva in caso di risoluzione del contratto: infatti assimilando il *leasing* traslativo ad una vendita con riserva di proprietà si dovrà applicare l'art 1526 cc, per cui il concedente deve restituire i canoni percepiti e ha diritto ad un equo compenso per il godimento dell'utilizzatore, mentre si applicherà l'art. 1458 c.1 cc alla risoluzione del *leasing* di godimento in quanto assimilabile ad una locazione per cui il concedente non deve restituire i canoni ricevuti.

<sup>167</sup> <<La causa del contratto di locazione finanziaria non coincide con quella della locazione pure e semplice, né con quella della vendita con riserva della proprietà, ma con quella dei contratti di finanziamento con i quali si realizza l'approntamento di mezzi finanziari a beneficio di un soggetto che si obbliga alla restituzione del *tantundem*. (...) La causa di finanziamento che caratterizza la locazione finanziaria non può essere, dunque accostata a quella di godimento della locazione o a

Fin dall'emanazione della legge 130/1999 si sono effettuate operazioni di cartolarizzazione aventi come oggetto esclusivo crediti derivanti da contratti di *leasing* ma, nel 2003, queste furono per un breve periodo sospese a seguito della sentenza n. 5552 della Corte di Cassazione che permetteva al curatore fallimentare del concedente di sciogliersi dai contratti di *leasing* traslativo in corso in base all'art 72 comma 4 della legge fallimentare all'epoca vigente, al fine di vendere immediatamente i beni per acquisire risorse alla massa fallimentare<sup>168</sup>.

Il problema nasceva dal fatto che qualora si siano realizzate operazioni di cartolarizzazione di crediti sulla base di tali contratti di *leasing*, il venir meno dei contratti fa cessare i flussi di cassa necessari per soddisfare i portatori degli strumenti finanziari emessi.

Inevitabilmente le cartolarizzazioni di *leasing* programmate furono congelate dagli *arranger* finché il legislatore non intervenne con l'art. 7 del dl 354/2003 (convertito nella l. 45/2004) disponendo che <<la sottoposizione a procedura concorsuale delle società autorizzate alla concessione di finanziamenti sotto forma di locazione finanziaria non è causa di scioglimento dei contratti di locazione finanziaria, inclusi quelli a carattere traslativo né consente agli organi della procedura di optare per lo scioglimento dei contratti stessi; l'utilizzatore conserva la facoltà di acquistare, alla scadenza, la proprietà del bene verso il pagamento del prezzo pattuito>><sup>169</sup>.

A seguito della riforma della legge fallimentare il problema trova ora soluzione nell'articolo 72 – quater comma 4: <<In caso di fallimento delle società autorizzate alla concessione di finanziamenti sotto forma di locazione finanziaria, il contratto

---

quella di scambio della vendita.>> E. Gabrielli, R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, tomo II, in P. Rescigno, E. Gabrielli (diretto da), "Trattato dei contratti", Utet 2010, p. 1627.

<sup>168</sup> Sui fatti del 2003 si vedano gli articoli pubblicati su *Il sole 24 ore*, consultabili nell'Archivio Notizie Radiocor all'indirizzo internet <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com> nonché C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, pp.133-134.

<sup>169</sup> La linea adottata per altro risponde ad un indirizzo già proposto nel 1982 da Giorgio De Nova. Si veda a proposito: G. De Nova, *Il fallimento del concedente in leasing (una nuova norma) e la cessione del leasing (una nuova decisione)*, in "Contratti", 2004, p. 1057-1058

prosegue; l'utilizzatore conserva la facoltà di acquistare, alla scadenza del contratto, la proprietà del bene, previo pagamento dei canoni e del prezzo pattuito>>.

Da ultimo, occorre accennare al prestito ipotecario vitalizio che, introdotto nel nostro ordinamento dall'art. 12 della legge 248/2005, <<ha per oggetto la concessione da parte di aziende ed istituti di credito nonché da parte di intermediari finanziari, di cui all'articolo 106 del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, di finanziamenti a medio e lungo termine con capitalizzazione annuale di interessi e spese, e rimborso integrale in unica soluzione alla scadenza, assistiti da ipoteca di primo grado su immobili residenziali, riservati a persone fisiche con età superiore ai 65 anni compiuti>>.

La particolarità di tale prestito è la previsione del rimborso al momento del decesso del finanziato ad opera degli eredi, con liquidità proprie o per mezzo della vendita del bene ipotecato<sup>170</sup>.

Data l'indeterminatezza della data di rimborso, ipoteticamente molto lontana nel tempo, e la mancanza di rate *medio tempore*, non pare che il credito ipotecario vitalizio si presti al meccanismo della cartolarizzazione.

---

<sup>170</sup> Attraverso questo istituto si fornisce a persone non più giovani la possibilità di ottenere liquidità senza dover ricorrere alla più penalizzante vendita della nuda proprietà, la quale sconta parte del valore dell'immobile per via degli anni di vita che si presumono residuare all'usufruttuario.

L'introduzione del prestito vitalizio ipotecario fu probabilmente dettata dalla necessità di contrastare la contrazione dei consumi della terza età e di <<risvegliare l'immenso patrimonio immobiliare dormiente in mano alla fascia meno giovane di cittadini, i quali – coincidendo in buona parte con coloro che hanno abbandonato il mondo del lavoro – hanno poche possibilità di incrementare il viario mensile disponibile, legato assai spesso alle sole prestazioni previdenziali>>. La laconicità della disciplina introdotta, non supportata per altro da norme attuative, non agevola però il decollo del nuovo istituto, considerati anche <<il forte retaggio culturale che tende ad assegnare alla proprietà immobiliare una funzione predominante nell'asse ereditario>> e la scarsa familiarità della popolazione meno giovane con il mondo del credito.

Si sarebbe potuto precisare la modalità di soddisfacimento del creditore, allo scopo di evitare complicazioni con gli eredi e costi di procedure esecutive al momento del rimborso, nonchè sarebbe stato importante pensare anche al rischio di *cross-over* ovvero all'eventualità che il debito accumulato alla morte superi il valore dell'immobile per via delle capitalizzazioni annuali di interessi e spese. Cfr: D. Cerini, *Il prestito vitalizio ipotecario: legal transplant in cerca di definizione*, in "Diritto ed economia dell'assicurazione", 02/2006 p. 503 ss.

### 2.3. La cessione dei crediti a titolo oneroso e la costituzione in patrimonio separato

La cessione dei crediti<sup>171</sup> è il negozio giuridico attraverso il quale il diritto alla prestazione pecuniaria dell'originator viene trasferito alla società per la cartolarizzazione dei crediti realizzando così una modificazione soggettiva attiva del rapporto obbligatorio<sup>172</sup>.

L'art. 1 della legge 130/1999 stabilisce che il trasferimento dei crediti avvenga a titolo oneroso ed in via programmatica indica che le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, mentre all'art. 4 sono puntualmente regolati gli aspetti operativi della cessione.

La dottrina aveva da tempo rilevato l'inidoneità della modalità traslativa codicistica come di quella presente nella legge 52/1992<sup>173</sup>.

Pertanto il legislatore ha previsto delle regole speciali che hanno indotto i

---

<sup>171</sup> In nessun luogo della legge 130/1999 viene definito se la cessione debba essere *pro soluto* o *pro solvendo*. Riscontrandosi tra le finalità dell'operazione l'eliminazione dei crediti dal bilancio dell'*originator* si deve concludere per una tendenziale cessione *pro soluto*, ovvero senza garanzia per il caso di insolvenza dei debitori ceduti. Tuttavia la mitigazione del rischio avviene talvolta attraverso la sottoscrizione di contratti di garanzia con terzi, oppure con una successiva sottoscrizione delle *tranches* di titoli più rischiose emesse dalla SCC, come si vedrà nel paragrafo 2.9.

<sup>172</sup> Il cessionario subentra nel diritto di credito del cedente, sostituendosi a questi ed assumendo la stessa posizione, senza bisogno che il debitore ceduto partecipi alla cessione, essendo per quest'ultimo indifferente pagare ad un soggetto piuttosto che ad un altro. Tuttavia la posizione originaria del debitore ceduto non può essere peggiorata, pertanto di massima restano opponibili al cessionario le eccezioni che potevano essere opposte al cedente (relative alla validità del titolo, ad eventi estintivi o modificativi dell'obbligazione, all'esecuzione del contratto che ha generato il credito, *et cetera*). Si discute soltanto circa l'eccezione di compensazione che ai sensi dell'art. 1248 cc non è opponibile dal debitore ceduto che abbia accettato puramente e semplicemente la cessione e non è opponibile per crediti sorti posteriormente alla notificazione anche nel caso di cessione non accettata dal debitore: la dottrina è divisa circa l'equivalenza della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale con la notificazione. Sul tema: C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, pp. 144-145 e P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 290. La soluzione alla diatriba limitatamente alla cessione di contratti di credito al consumo è fornita dal primo comma dell'art. 125-septies TUB <<in caso di cessione del credito o del contratto di credito, il consumatore può sempre opporre tutte le eccezioni che poteva far valere nei confronti del creditore, ivi inclusa la compensazione, anche in deroga al disposto dell'art. 1248 codice civile>>.

<sup>173</sup> Per una completa analisi della cessione dei crediti nel codice civile e nella legge 52/1991, nonché della loro inidoneità ai fini di *securitization*: R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, pp. 121-135.



commentatori a parlare di cessione dei crediti con causa di cartolarizzazione<sup>174</sup>.

Innanzitutto è previsto che a tale cessione si applichino le disposizioni contenute nei commi 2, 3 e 4 dell'art. 58 TUB<sup>175</sup>.

In base a tali richiami la notizia dell'avvenuta cessione deve essere iscritta nel registro delle imprese nonché pubblicata in Gazzetta Ufficiale ad opera della società per la cartolarizzazione dei crediti, affinché si producano nei confronti dei debitori ceduti gli effetti previsti dall'art. 1264 cc., ovvero diventino liberatorie le sole prestazioni realizzate a favore del cessionario.

Si passa così dall'ordinario criterio della conoscenza effettiva della cessione a quello della mera conoscibilità, pertanto diventa compito del debitore <<verificare se il credito sia stato trasferito o meno>> sganciandosi la tutela dell'interesse del debitore alla liberazione dalla sua buona fede<sup>176</sup>.

Tuttavia il rischio che il debitore ceduto venga chiamato a pagare una seconda volta per essersi rivolto al creditore originario è marginale, se si considera che normalmente il cedente assume il ruolo di *servicer* per mantenere il rapporto con la controparte, considerata anche l'inidoneità della struttura della SCC alla gestione e

---

<sup>174</sup> Cfr: F. Galgano, *Trattato di diritto Civile*, Cedam 2010, volume secondo, p. 116 e p. 731.

Ci si domanda se tali regole speciali in materia di cessione di crediti vantati nei confronti della amministrazioni dello Stato debbano cedere il passo agli art. 69 e 70 del r.d. 2440/1923 prevedenti vincoli formali per l'atto di cessione e l'accettazione della PA. Per una soluzione affermativa: R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 144; per una diversa ricostruzione della problematica invece: D. Valentino, *La cessione dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Edizioni Scientifiche Italiane 2003, p. 248. Secondo la Valentino deve considerarsi in ogni singolo caso la posizione dell'amministrazione debitrice per decidere quale disciplina applicare. Se infatti il credito deriva da un contratto concluso *iure privatorum* dovrebbe prevalere nel conflitto tra norme la disciplina della legge 130/1999 mancando il concreto ed oggettivo interesse pubblico necessario per richiamare la regola generale del r.d. 2440/1923.

<sup>175</sup> Art. 58 TUB (Cessione di rapporti giuridici)

Comma 2. La banca cessionaria dà notizia dell'avvenuta cessione mediante iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana. La Banca d'Italia può stabilire forme integrative di pubblicità.

Comma 3. 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.

Comma 4. Nei confronti dei debitori ceduti gli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2 producono gli effetti indicati dall'articolo 1264 del codice civile.

<sup>176</sup> L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002, p. 58.

riscossione dei crediti<sup>177</sup>.

D'altra parte è richiamato il principio *accessorium sequitur principale*<sup>178</sup>, per cui i privilegi, le garanzie e le altre situazioni soggettive che caratterizzano il credito ceduto vengono trasferite al nuovo titolare, senza la necessità di ulteriori formalità.

Questo significa, ad esempio, che per un mutuo garantito da ipoteca su immobile non bisognerà intervenire con annotazione a margine dell'iscrizione ipotecaria presso il registro immobiliare per godere dei vantaggi della garanzia reale, come si dovrebbe invece fare se la cessione fosse regolata dalle regole codicistiche (art. 1264, 1265 e 2843 cc), con conseguente risparmio anche di oneri fiscali.

Esauriti i richiami, in secondo luogo è opportuno occuparsi dell'efficacia della cessione nei confronti dei terzi, come disciplinata dal legislatore.

Derogando al regime codicistico<sup>179</sup>, si prevede che dal giorno di pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione in Gazzetta Ufficiale la cessione sia opponibile agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore, come ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della notizia<sup>180</sup>.

Si giunge così ad una "blindatura" del negozio di trasferimento dei crediti che, unitamente alla previsione di costituzione di quest'ultimi in patrimonio separato all'interno della SCC, migliora ulteriormente la posizione degli investitori nei titoli cartolarizzati, tra i cui interessi vi è sicuramente la salvaguardia della fonte del *cash flow* loro dedicato.

---

<sup>177</sup> D. Valentino, *La cessione dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Edizioni Scientifiche Italiane 2003, p. 246.

<sup>178</sup> Già rinvenibile nell'art. 1263 cc rivelatore della costante intenzione del legislatore di far subentrare il cessionario nella complessiva situazione creditoria ceduta.

<sup>179</sup> Art. 1265 cc (Efficacia della cessione riguardo ai terzi): Se il medesimo credito ha formato oggetto di più cessioni a persone diverse, prevale la cessione notificata per prima al debitore, o quella che è stata prima accettata dal debitore con atto di data certa, ancorché essa sia di data posteriore. La stessa norma si osserva quando il credito ha formato oggetto di costituzione di usufrutto o di pegno.

<sup>180</sup> Bisogna sottolineare che inizialmente la cessione dei crediti risultava opponibile tanto ai debitori ceduti quanto ai terzi attraverso la sola pubblicazione della notizia in Gazzetta Ufficiale, e che solamente a seguito della modifica dell'art. 58 TUB ad opera del d.lgs. 37/2004 fu introdotta l'ulteriore formalità dell'iscrizione nel registro delle imprese per l'efficacia dell'atto nei confronti dei debitori ceduti.

In base infatti all'art. 3 comma 2 della legge 130/1999 <<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 l'acquisto dei crediti stessi.>>

Il concetto di patrimonio separato non era nuovo per l'ordinamento italiano, il quale ne aveva già fatto uso ad esempio nel TUF in relazione agli intermediari gestori di patrimoni privati.

Pur mancando una nozione generale di patrimonio separato, tale espressione <<suole identificare un fenomeno di distacco di una massa patrimoniale da un patrimonio originario o comunque di enucleazione all'interno di un patrimonio di un coacervo di rapporti>><sup>181</sup>.

Si realizza così una sorta di divisione del patrimonio generale, dove una parte continua a costituire la base della responsabilità patrimoniale ex art. 2740 cc, mentre altra parte ne viene sottratta ricevendo una particolare destinazione<sup>182</sup>.

Nel caso di specie il portafoglio di crediti acquisito viene segregato e assegnato al soddisfacimento degli investitori, nonché dei prestatori di servizi che rappresentano costi dell'operazione.

Questa estensione deriva dalla lettura combinata dell'art. 3 comma 2 con l'art. 4 comma 2 disponente che <<dall'avvenuta 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, comma 1, lett b)>>, dove per l'appunto viene considerato anche il pagamento dei costi dell'operazione oltre al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi. Tale norma peraltro aiuta anche a chiarire, qualora se ne avesse avuto il dubbio, che rientrano all'interno del patrimonio separato non solo i crediti, bensì anche le somme corrisposte dai debitori ceduti al momento della riscossione degli stessi<sup>183</sup>.

---

<sup>181</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 133.

<sup>182</sup> Sul tema: D. Messinetti, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. <<cartolarizzazione>> dei crediti*, in "Rivista di diritto civile", II/2002, p. 101.

<sup>183</sup> <<D'altra parte, anche senza l'esplicito riferimento alle somme riscosse – ed accreditate sui conti della società veicolo – non avrebbero dovuto sussistere dubbi circa la riconducibilità di

Inoltre, nel caso in cui il credito non sia rimborsato, ma venga escussa la relativa garanzia, le somme ottenute vanno considerate un surrogato del pagamento e pertanto rientranti tra le attività segregate.

Infine, nel patrimonio separato dovrebbero essere compresi anche i corrispettivi delle cessioni di crediti effettuate dal cessionario quando abilitato dal programma dell'operazione nonché gli investimenti ed i relativi proventi realizzati con i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei portatori dei titoli<sup>184</sup>.

Si tratta di due situazioni particolari che derogano al normale principio di indisponibilità dei beni componenti un patrimonio separato destinato al soddisfacimento di terzi, ma che hanno una *ratio* indiscutibile.

Se infatti la previsione di un'amministrazione conservativa è giustificata dall'esigenza di preservare i beni oggetto di un interesse di terzi, tuttavia una fedeltà assoluta a tale *policy* può risultare in certe situazioni dannosa per gli stessi soggetti che si vorrebbero tutelare: si pensi ad esempio al danno che potrebbe derivare dall'attendere il rimborso di un credito che è plausibile divenga presto un insoluto per via del peggioramento della situazione del debitore, o all'infruttuosità del mantenere su un conto corrente le somme ottenute *ante tempus* per via dell'estinzione anticipata di un mutuo<sup>185</sup>.

Nell'ottica dell'investitore che ha acquistato i titoli emessi e attende il rimborso del capitale con la corresponsione degli interessi nel primo caso risulterà sicuramente più conveniente la cessione immediata del credito in sofferenza, nel secondo caso qualsiasi investimento a basso rischio della liquidità ottenuta prima del tempo.

Concludendo, sembra opportuno definire se nel caso di cartolarizzazione di crediti la separazione nel patrimonio sia unilaterale o bilaterale, ovvero chiarire <<se il

---

quest'ultime nel patrimonio separato. I crediti infatti altro non sono che diritti alla riscossione di somme di denaro.>> P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 301.

<sup>184</sup> Su tali cessioni ed investimenti si tornerà successivamente. Per ora può essere sufficiente rilevare che possono avere luogo in base all'art. 2 comma 3 lett. d) e lett. e) l. 130/1999. Sul tema: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, pp. 144-145.

<sup>185</sup> Sulla tendenziale indisponibilità e sull'amministrazione del patrimonio destinato: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, pp. 146-149.

patrimonio generale resti o meno insensibile alle obbligazioni del patrimonio separato>><sup>186</sup>.

Nella legge 130/1999 non è rintracciabile una soluzione al problema, che trova invece una definizione nell'ambito delle cartolarizzazioni pubbliche dove si prevede che delle obbligazioni contratte dal veicolo nei confronti dei portatori dei titoli e dei concedenti i finanziamenti risponda solamente il patrimonio separato.

Tuttavia, rifacendosi alla prassi internazionale per cui le ABS sono titoli c.d. *limited recourse* ovvero al cui soddisfacimento è destinato solamente l'insieme dei crediti cartolarizzati, pare doversi accogliere anche nel nostro ordinamento tale principio, che peraltro viene recuperato in via convenzionale dagli operatori del settore.

Si è osservato che a ciò potrebbe ostare l'art. 2740 c2 cc per cui le limitazioni di responsabilità del debitore devono essere previste per legge, ma d'altra parte si è superato l'*impasse* ricostruendo gli strumenti finanziari emessi come titoli di debito il cui rimborso è nell'esistenza e ammontare condizionato alla sorte dei crediti della SCC, analogamente a quanto accade nel c.d. mutuo a tutto rischio o nelle obbligazioni parametrate (art. 2411 cc).

#### **2.4. I profili fallimentaristici dell'operazione**

A completare il quadro normativo che garantisce il soddisfacimento dei portatori dei titoli vi sono i commi 3 e 4 dell'art. 4 della legge 130, introducenti alcune deroghe al regime fallimentare ordinario, finalizzate alla riduzione del <<rischio di un decremento della consistenza del patrimonio separato>><sup>187</sup>.

Innanzitutto all'art. 4 comma 3 viene considerata l'ipotesi del fallimento dei debitori ceduti laddove si prevede che ai pagamenti da questi effettuati non si applichi

---

<sup>186</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, pp. 138-139.

<sup>187</sup> L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002, p. 62. *Ibidem* si rileva che tale favor per gli investitori è in ultima analisi finalizzato all'incentivazione della realizzazione di operazioni di cartolarizzazione. <<Scongiurare negli investitori le possibili remore alla sottoscrizione dei titoli rafforzando la sicurezza dell'impiego significa, infatti, favorire la possibilità di smobilizzare crediti utilizzando la cartolarizzazione ed incrementare il numero complessivo di tali operazioni e perciò, più in generale, potenziare la circolazione di questo tipo di ricchezza.>>

l'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942 n. 267 (c.d. legge fallimentare), e successive modificazioni<sup>188</sup>.

Tale esenzione dell'esperibilità dell'azione revocatoria non è certo una novità nell'ordinamento, se si pensa ad esempio che nella legge 52/1991 (c.d. legge

---

<sup>188</sup> Art. 67 r.d. 16 marzo 1942, n. 267. Atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie (testo vigente)

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.

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.

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'articolo 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, ovvero immobili ad uso non abitativo destinati a costituire la sede principale dell'attività d'impresa dell'acquirente, purché alla data di dichiarazione di fallimento tale attività sia effettivamente esercitata ovvero siano stati compiuti investimenti per darvi inizio;

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; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio; in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo; il piano può essere pubblicato nel registro delle imprese su richiesta del debitore ;

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'articolo 182-bis, nonché gli atti, i pagamenti e le garanzie legalmente posti in essere dopo il deposito del ricorso di cui all'articolo 161;

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

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.

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.

*factoring*) sulla cessione dei crediti d'impresa viene analogamente prevista per i pagamenti effettuati dal debitore ceduto al cessionario.

Lo scopo è evidentemente quello di assicurare il *cash flow* destinato ad investitori ed a prestatori di servizi che rappresentano i costi dell'operazione, qualora non si ricavasse già tale conseguenza dalla previsione del patrimonio separato e dell'esperibilità su di esso delle sole azioni dei soggetti predetti dalla data della pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione dei crediti in Gazzetta Ufficiale.

Peraltro rispetto al regime previsto nella c.d. legge *factoring* vi è un *favor* ancora più accentuato, trattandosi qui di un'esenzione assoluta e mancando dunque la possibilità del curatore del fallimento del debitore ceduto di promuovere l'azione nei confronti del cedente a condizione di provare la conoscenza, in questo, dello stato d'insolvenza del debitore ceduto alla data del pagamento al cessionario (art. 6 l. 52/1991).

Nonostante l'art. 4 comma 3 della legge 130 dica che l'art. 67 legge fallimentare non si applica ai "pagamenti" del debitore ceduto, la dottrina ritiene che la disposizione non si riferisca solo ai pagamenti *stricto sensu* considerati nell'articolo richiamato, ma anche agli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o con altri mezzi normali di pagamento, ossia ai c.d. pagamenti con mezzi anormali.

Del resto <<limitare l'esenzione della revocatoria ai soli pagamenti di debiti liquidi ed esigibili riduce notevolmente l'utilità concreta della norma derogatoria introdotta dalla legge sulla cartolarizzazione>><sup>189</sup>.

Mancando un riferimento alle altre ipotesi di revocatoria previste dal codice civile (art. 2901) e dalla legge fallimentare (art. 64 e 65)<sup>190</sup>, queste dovranno ritenersi teoricamente esperibili dal curatore del debitore ceduto fallito al verificarsi dei presupposti necessari, condizione difficilmente realizzabile.

Se infatti a priva vista si può ad esempio ipotizzare astrattamente una revocatoria

---

<sup>189</sup> P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 315-316.

<sup>190</sup> Trattano rispettivamente la revocabilità degli atti a titolo gratuito e dei pagamenti di crediti che scadono nel giorno della dichiarazione del fallimento o posteriormente, se tali pagamenti sono stati eseguiti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento.

della prestazione pecuniaria compiuta da un soggetto che, debitore per contratto di *leasing*, si liberi *ante tempus* delle rate residue estinguendo anticipatamente il proprio credito cartolarizzato e poi fallisca, riflettendo più attentamente bisogna subito allontanarsi dall'ipotesi, considerando che se l'estinzione anticipata è prevista contrattualmente, l'esercizio del diritto comporta che il debito diventi immediatamente esigibile e quindi venga meno il requisito dell'art. 65 legge fallimentare che per l'appunto è la scadenza del debito nel giorno della dichiarazione del fallimento o in data successiva.

Relativamente invece all'azione revocatoria ordinaria dei pagamenti del debitore ceduto fallito da parte di suoi creditori si rileva la presenza di una *probatio diabolica* che la rende *de facto* inutilizzabile.

Per esercitare infatti l'azione revocatoria ordinaria non bisogna provare solamente la consapevolezza di pregiudicare le ragioni del creditore nel fallito, ma anche nel terzo (SCC), trovando così grandi difficoltà dal momento che quest'ultimo ha contatti con il debitore solamente ai fini della riscossione dei crediti, e neanche in tale circostanza nel caso in cui deleghi l'attività di *servicing*.

Si aggiunga poi che l'azione revocatoria ordinaria ai sensi dell'art. 2901 comma 3 non è esperibile relativamente all'adempimento di debiti scaduti, escludendosi così la maggior parte delle prestazioni ricevute dalla società per la cartolarizzazione dei crediti<sup>191</sup>.

Per quanto riguarda invece il comma 4 dell'art. 4, esso recita: <<Per le operazioni<sup>192</sup> di cartolarizzazione disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e di un anno, previsti dall'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n.267, e successive

---

<sup>191</sup> R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 145.

<sup>192</sup> Come si è visto nel secondo capitolo inizialmente il disegno di legge recava l'espressione "cessione di crediti" in luogo di "operazioni di cartolarizzazione". Tale sostituzione risponde all'esigenza di poter applicare tale deroga al regime fallimentare tutelanti gli investitori anche al caso di cartolarizzazione mediante erogazione di finanziamento per cui sono applicabili le norme della legge 130 in quanto compatibili. Non avendosi in questa modalità operativa una cessione di crediti sicuramente non era compatibile l'art. 4 comma 3 a proposito dei pagamenti dei debitori ceduti, pertanto fu necessario un intervento sul comma 4 al fine di ridurre il rischio di revocatoria fallimentare dei pagamenti effettuati dall'*originator* per la restituzione del finanziamento. Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 322.



modificazioni sono ridotti, rispettivamente, a sei ed a tre mesi.>><sup>193</sup>

Circa la lettera della norma, bisogna immediatamente rilevare un difetto di chiarezza: non viene detto da e contro chi l'azione debba essere proposta<sup>194</sup>.

Considerando però la *ratio legis* ed i soggetti coinvolti in una cartolarizzazione di crediti, si ritiene che l'ipotesi considerata sia quella del fallimento dell'*originator*.

In base ad una lettura combinata dell'art. 67 legge fallimentare e della legge 130/1999 si ricava che le azioni revocatorie esperibili dal curatore del fallimento dell'*originator* hanno destinazioni ed oneri di prova differenti: da una parte se la SCC non riesce a provare l'ignoranza dello stato d'insolvenza dell'*originator* è revocabile la cessione di crediti compiuta nei sei mesi precedenti il fallimento purché il valore della prestazione ricevuta dal fallito sia di oltre un quarto inferiore al valore di mercato dei crediti ceduti; dall'altra se il curatore del fallimento riesce a provare la conoscenza dello stato d'insolvenza nella SCC è revocabile qualsiasi cessione avvenuta nei tre mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento.

Tecnicamente tali azioni se esperite possono seriamente compromettere l'esito della cartolarizzazione, ma nella prassi si osserva che sono sostanzialmente paralizzate dall'esiguità dei termini.

In ogni caso, per maggiore sicurezza, le società cessionarie sono solite richiedere all'*originator* una certificazione di solvibilità nonché relazioni dei revisori contabili, così da poter dimostrare l'ignoranza colpevole dello stato d'insolvenza del cessionario<sup>195</sup>.

In dottrina si è detto che un ulteriore ostacolo all'esperibilità di tali revocatorie deriverebbe dal fatto che bisognerebbe valutare la *scientia decoctionis* in relazione ai portatori dei titoli emessi dalla SCC, poiché sarebbero questi ad avvantaggiarsi della

---

<sup>193</sup> Il comma faceva riferimento al testo non più vigente dell'art. 67, che oggi – come riportato in nota 188 – presenta invece termini di un anno e di sei mesi. Non vi è tuttavia nessuna conseguenza sulla riduzione, che permane a sei e tre mesi.

<sup>194</sup> <<La formulazione della norma non è apparsa felice, innanzitutto perché non è espressamente indicato nei confronti di quale soggetto, che ha partecipato all'operazione, possa proporsi l'azione revocatoria.>> G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002, p. 101.

<sup>195</sup> Si ha notizia di tale prassi in P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 320.

violazione della *par condicio creditorum*<sup>196</sup>.

Chi scrive però concorda maggiormente con la linea di pensiero per cui <<non è vero che la società veicolo non ha alcun interesse alla stabilità dell'operazione e, quindi, alcun vantaggio dalla violazione della *par condicio creditorum*>>, dal momento che <<se l'operazione è infragrupo la società-veicolo è una emanazione della società cedente o della sua capogruppo e, quindi, ha un interesse anche solo indiretto>>, ma ipoteticamente pure diretto nel caso in cui dall'operazione ricavi un utile<sup>197</sup>.

## **2.5. L'*originator* e la società per la cartolarizzazione dei crediti**

Nel corso del secondo capitolo laddove si analizzava il progetto Rucellai si è osservato come l'autore, scegliendo di individuare analiticamente i soggetti abilitati a cedere crediti ai fini di cartolarizzazione, avesse previsto un elenco che, per quanto aperto ad integrazioni come rivelato dai puntini di sospensione, non comprendeva nella formulazione la figura dell'impresa.

Totalmente differente fu l'approccio del legislatore, che nella legge 130/1999 non detta alcun requisito in merito al c.d. *originator*, preferendo determinare precisamente le caratteristiche del portafoglio crediti da cedere<sup>198</sup>.

Ciò comporta che nel nostro ordinamento qualsiasi soggetto, anche un imprenditore individuale, può cedere crediti ed avviare un'operazione di cartolarizzazione.

Nella prassi tuttavia i soggetti cedenti sono normalmente banche, assicurazioni,

---

<sup>196</sup> Tra i tanti: G. Faucegna, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002, p. 101-102.

<sup>197</sup> D. Valentino, *La cessione dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Edizioni Scientifiche Italiane 2003, p. 256.

<sup>198</sup> <<L'art. 1 della legge, che definisce l'ambito di applicazione della nuova disciplina non prevede alcun requisito particolare per quanto riguarda il soggetto che vende (o, se si preferisce, cede) il *pool of receivables* (l'*originator* o, volendo usare il termine presente nella legge, il soggetto cedente). Ciò significa che, almeno in linea teorica, chiunque vanti un credito che presenti le caratteristiche indicate nell'art. 1, comma 1, può dar vita ad un'operazione di cartolarizzazione (incluse quindi le imprese industriali).>> R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, pp. 110-111.

società di *leasing*, di *factoring* ed altri soggetti attivi nel settore dell'erogazione del credito, proprio come indicato dal Rucellai.

Del resto sono questi i soggetti che possono sfruttare maggiormente le potenzialità della *securitization*, in virtù di una legge che sembra essere stata scritta apposta per loro.

Normalmente le operazioni sono strutturate con un solo soggetto cedente un considerevole numero di crediti, ma nulla esclude che vi siano più *originator* nella medesima cartolarizzazione, come d'altra parte non si rinviene ostacolo alla cessione di un unico credito se di valore sufficiente a sostenere la struttura e l'emissione dei titoli.

In effetti nella prassi internazionale la cartolarizzazione è spesso basata sul c.d. *pooling* di crediti, ovvero sull'assemblaggio di portafogli di differenti *originator* da parte delle c.d. società *conduit*, che così rendono possibili le emissioni di ABS anche per soggetti che singolarmente non raggiungono il necessario volume di crediti<sup>199</sup>.

In Italia tale aggregazione di portafogli crediti può essere svolta dall'*arranger*, tenendo però conto della diversa provenienza degli *asset* da cartolarizzare che necessariamente comporta diversità di livello di rischio.

La chiave di volta dell'operazione è in ogni caso la c.d. società per la cartolarizzazione dei crediti, che in qualità di cessionaria ne rende possibile la separazione patrimoniale a garanzia degli investitori nei titoli.

L'ideazione di tale soggetto veicolo risponde alla necessità di avere un intermediario non sottoposto a requisiti di patrimonializzazione e limiti d'emissione, ossia rispondente all'essenza e alle esigenze della cartolarizzazione<sup>200</sup>.

Ovviamente tale regime di favore deve avere un contraltare, che è stato individuato nella limitazione dell'oggetto sociale della SCC.

Infatti in base all'art. 3 comma 1 della legge 130 <<la società cessionaria, o la società emittente se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la

---

<sup>199</sup> A proposito delle forme di *pooling* di crediti e dell'esperienza statunitense: B. De Gasperis, R. Rinali, *Lo sviluppo della cartolarizzazione in Italia*, in "Bancaria", 01/2001, pp. 60-62.

<sup>200</sup> <<Le SPV sono state previste con una logica per così dire "funzionale": si tratta di soggetti che devono assicurare un unico fine – la segregazione patrimoniale – al minor costo possibile>>. P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 249.

realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti>>.

Da tale norma si coglie innanzitutto la possibilità che l'emissione dei titoli avvenga per mezzo di un altro soggetto, nonché la sostanziale differenza tra la SCC italiana ed il modello SPV (*special purpose vehicle*) di derivazione americana<sup>201</sup>.

Innanzitutto, la società per la cartolarizzazione dei crediti può realizzare una o più operazioni, mentre nella prassi internazionale la società veicolo è per così dire monouso.

In secondo luogo, il veicolo italiano svolge attività d'impresa, seppure ad oggetto limitato, e persegue uno scopo di lucro, posto in evidenza peraltro dall'art. 2, comma 3, lett. h) che prescrive nel prospetto informativo l'indicazione degli utili previsti dall'operazione ed il percettore.

Da tali previsioni possono sorgere dei problemi, come il pericolo della confusione dei patrimoni separati o di conflitto d'interessi nella gestione dei crediti.

In effetti pur essendo previsto che ad ogni operazione corrisponda una segregazione patrimoniale, il pericolo di confusione degli attivi non è sottovalutabile, alla luce anche di quanto accaduto con le SIM<sup>202</sup>.

Più preoccupante è però la finalità di lucro, soprattutto perché accompagnata dalla possibilità di partecipazione dell'*originator* alla società per la cartolarizzazione<sup>203</sup>.

Si può infatti ipoteticamente immaginare nella gestione dei crediti una conflittualità tra gli interessi degli investitori e quelli dell'*originator*: essendo infatti quest'ultimo già ripagato dei crediti ceduti grazie ai capitali forniti dai sottoscrittori dei titoli,

---

<sup>201</sup> La separazione SCC – emittente trova però scarso riscontro nella prassi perlomeno iniziale: fino al 2005 nelle operazioni realizzate in Italia la SCC è normalmente cessionaria di crediti ed allo stesso tempo emittente titoli. Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 260.

<sup>202</sup> Si rileva che anche in materia di SIM la legge assicura la separazione dei patrimoni gestiti, ma in sede di fallimento <<la giurisprudenza ha spesso trovato difficoltà a rispettare tale separazione>>. Cfr: R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, pp. 80-81.

<sup>203</sup> Per la maggior parte dei commentatori l'attività svolta dalla società per la cartolarizzazione è attività imprenditoriale che in conformità con l'art. 2247 cc è potenzialmente produttiva di utili, dunque vi sarebbe uno scopo di lucro in senso oggettivo. L'utile seppur normalmente devoluto a terzi (*originator* per lo più) può anche essere lasciato alla SCC, e indirettamente ancora all'*originator* se socio di questa. Cfr: C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, pp. 56-63 e R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, pp.68-69.

potrebbe essere propenso a spingere la SCC ad una gestione rischiosa ed intraprendente dei crediti nella prospettiva di un ulteriore utile finale, mentre tendenzialmente nell'interesse degli investitori sarebbe più conveniente una gestione meramente conservativa.

Un altro possibile conflitto d'interessi è rinvenibile nel momento in cui l'*originator* attraverso la SCC rimetta i debiti che garantiscono il *cash flow* per i portatori dei titoli, avendo del resto già incassato la somma ad esso originariamente dovuta.

Per quanto riguarda gli aspetti formali, la società per la cartolarizzazione si costituisce come società di capitali ed è sottoposta ad obblighi di segnalazione a Banca d'Italia in base al comma 3 dell'art.3 della legge 130/1999<sup>204</sup>.

Originariamente la formulazione della norma era differente, dal momento che inquadrava la SCC tra gli intermediari finanziari del TUB, rinviando ad alcune disposizioni di questo<sup>205</sup>.

Ne derivava tra l'altro l'obbligo di iscrizione agli albi di cui all'art. 106 e 107 TUB<sup>206</sup>, che peraltro oggi non esistono più in seguito alla revisione del Titolo V ad opera del d.lgs. 141/2010, che ha portato ad un albo unico.

Tuttavia la necessaria normativa attuativa non è ancora stata emanata da Banca

---

<sup>204</sup> Il capitale sociale minimo è dunque di €10000 o €120000 a seconda che si adotti la forma a responsabilità limitata o per azioni. È sicuramente una patrimonializzazione esigua se rapportata al valore illimitato dei titoli che possono essere emessi, ma del resto gli interessi degli investitori e della collettività sembrano complessivamente tutelati dalle previsioni dell'oggetto sociale esclusivo, della separazione patrimoniale e delle deroghe alle azioni revocatorie fallimentari. Tuttavia, pur essendo poco probabile, non si esclude che una SCC possa andare in crisi ed essere sottoposta ad una procedura concorsuale. Cfr: D. Valentino, *La cessione dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Edizioni Scientifiche Italiane 2003, pp. 257-259.

<sup>205</sup> Tale riferimento è stato cancellato dall'art. 9 del d.lgs. 141/2010, sul quale è poi intervenuto il d.lgs. 218/2010 attraverso l'art. 6 "Modifiche all'art. 9 del d.lgs. 13 agosto 2010, n.141", che pertanto ha portato all'attuale versione dell'art. 3 comma 3 della legge 130/1999.

<sup>206</sup> In base al decreto del Ministro del Tesoro del 4 aprile 2001 tutte le società veicolo erano tenute anche all'iscrizione nell'elenco speciale dell'art. 107 TUB, quello dedicato agli intermediari che per dimensioni o attività sono considerabili più rischiosi. Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 252-258.

Prima dell'unificazione degli albi dell'art. 106 e 107 TUB, intervenne però in materia il Decreto 17 febbraio 2009 n. 29 del Ministro dell'Economia e delle Finanze recante disposizioni in materia di intermediari finanziari di cui agli art. 106, 107, 113, 155 commi 4 e 5 del TUB, che rimosse l'obbligo delle società per la cartolarizzazione dei crediti di iscriversi nell'elenco speciale di cui all'art 107 TUB. Al comma 6 dell'art. 23 tuttavia, per garantire la vigilanza di Banca d'Italia sulle società veicolo, dispone che <<la Banca d'Italia emana disposizioni volte ad assicurare la continuità dell'invio da parte delle società di cui all'articolo 3 della legge 30 aprile 1999, n. 130 delle informazioni relative ai crediti cartolarizzati>>.

d'Italia, pur essendosi conclusa nel 2012 la pubblica consultazione circa lo schema delle disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari.

Ciò non ha però conseguenza in materia di società per la cartolarizzazione dei crediti, stante la cancellazione delle esistenti SCC dall'albo dell'art. 106 TUB, avvenuta il 13 maggio 2011 in seguito alla pubblicazione del provvedimento della Banca d'Italia del 29 aprile 2011 che, attuando il nuovo art. 3 comma 3 stesso, ha previsto la costituzione di un apposito elenco delle società per la cartolarizzazione nonché le modalità d'iscrizione e cancellazione.

Nell'articolo 1 viene definita la nozione di società veicolo, in base alla quale devono iscriversi al nuovo elenco non solo le società per la cartolarizzazione mediante cessione dei crediti, ma anche i soggetti veicolo coinvolti nell'ambito delle operazioni strutturate in base all'art. 7, ovvero mediante erogazione di finanziamento o fondo d'investimento.

Per quanto riguarda l'iscrizione è prevista una comunicazione di inizio attività entro sette giorni dall'acquisizione degli *asset*, mentre la comunicazione di cessazione dell'attività deve essere prodotta entro trenta giorni.

Nel titolo III del provvedimento è definito l'oggetto delle segnalazioni da effettuare trimestralmente a Banca d'Italia, conformemente al regolamento (CE) 24/2009 riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione<sup>207</sup>.

Alle norme sanzionatorie ed alle disposizioni transitorie e finali fa seguito un manuale applicativo del provvedimento, ad uso degli operatori del settore.

L'elenco delle società veicolo è consultabile presso Banca d'Italia, e si rileva che al 31-12-2012 conta 397 soggetti iscritti, dei quali 344 già presenti nell'albo precedente dell'art. 106 TUB, dal quale sono stato cancellati il 13 maggio 2011 per essere iscritti d'ufficio nel nuovo elenco il 14 maggio 2011.

Dalla lettura dell'elenco si ricava che il modello societario più adottato è quello della s.r.l., essendo solamente nove le società veicolo costituite per azioni.

Ancora più interessante è però il fatto che ben 135 iscritti hanno la stessa sede legale

---

<sup>207</sup> In base all'art. 7 del provvedimento della Banca d'Italia del 29 aprile 2011 le società veicolo forniscono alla Banca d'Italia dati di bilancio, dati di *stock* e di flusso relativi alle operazioni di cartolarizzazione e dati sulle cancellazioni totali/parziali delle attività cartolarizzate.

(Via Vittorio Alfieri 1, Conegliano TV), da cui si risale alla loro costituzione ad opera di Securitisation Services S.p.A, operatore finanziario *leader* in Italia nella gestione di cartolarizzazioni e *covered bonds*, con oltre € 250 miliardi di attivi in gestione.

Tale società, fornendo un ventaglio completo di servizi finanziari tra cui la costituzione e gestione di società veicolo, afferma di perseguire l'obiettivo di diventare il punto di riferimento in Italia per le diverse controparti di un'operazione di cartolarizzazione (cedenti, *servicer*, *arranger* di operazioni di finanza strutturata; investitori in titoli ABS o in altri titoli emessi nell'ambito delle operazioni di finanza strutturata; agenzie di *rating*).

## **2.6. I titoli emessi come strumenti finanziari tipizzati ai fini fiscali**

Come anticipato, l'emissione di valori mobiliari è lo strumento di raccolta delle risorse degli investitori, necessarie per l'acquisto dei crediti e dunque per la realizzazione dell'operazione.

Se l'intera struttura può essere letta come una costruzione su due soggetti contrapposti e complementari quali *originator* e società per la cartolarizzazione, analogamente si può individuare una relazione essenziale tra crediti e titoli emessi, la cui importanza è messa in evidenza dalla regolamentazione diffusa in tutta la legge 130/1999.

Nell'art. 1 comma 1 lett. b) viene dichiarata la funzione dell'emissione di titoli, mentre nell'art. 2 se ne disciplina la natura: si dice che tali titoli sono <<strumenti finanziari>> cui si applica il d.lgs. 58/1998 (TUF).

Quella degli strumenti finanziari è una categoria assai ampia e variegata, nata dall'esigenza di flessibilità rispetto all'evoluzione dei mercati finanziari, e che comprende tanto comuni titoli negoziabili, quanto i contratti c.d. derivati.

Le singole tipologie sono descritte con formule elastiche ed in dottrina si è a lungo dibattuto circa l'afferenza dei titoli cartolarizzati ad una specie piuttosto che all'altra: obbligazioni, azioni, derivati<sup>208</sup>.

---

<sup>208</sup> Non pare si tratti di obbligazioni. Non sarebbe infatti spiegabile in tal caso la limitazione del

I commentatori più attenti hanno rilevato che tali indagini sono sterili, nel momento in cui la fattispecie è autosufficiente, considerata anche la tipizzazione “tributaria” come obbligazioni emesse da società per azioni quotate in mercati regolamentati.

I titoli devono essere studiati come nuovi strumenti di raccolta del risparmio caratterizzati dalla finalità di finanziare l’acquisto di un pacchetto di crediti che costituisce d’altra parte l’unica fonte di “ritorno” degli investitori.

Pertanto non assume importanza il fatto che la denominazione o il contenuto dei titoli siano lasciati all’autonomia privata, nel momento in cui tutti i profili sostanziali degli strumenti sono attentamente disciplinati.

L’art. 5 comma 1 della legge 130/1999 dispone che <<ai titoli emessi (...) si applicano gli art. 129 e 143 del testo unico bancario>>.

L’art. 143 TUB è stato abrogato, pertanto permane il solo richiamo all’ art. 129 TUB, recentemente riformato, il quale prevede che Banca d’Italia possa richiedere 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, emanando tra l’altro le disposizioni attuative necessarie<sup>209</sup>.

La disciplina attuativa non è stata ad oggi emanata e non risulta in corso la consultazione pubblica annunciata nella comunicazione di Banca d’Italia del 17

---

rimborso al solo patrimonio separato dei crediti, nonché la disapplicazione degli art. 2410-2420 cc. Chi scrive ritiene inoltre che se i titoli fossero obbligazioni, non avrebbe senso la tipizzazione ai soli fini tributari dell’art. 6: probabilmente si assisterebbe ad un impianto normativo e definitorio totalmente differente.

Come nel caso delle azioni, i titoli emessi non garantiscono la restituzione del capitale e la corresponsione di interessi, pertanto si è in presenza di capitale di rischio più che di debito, ma l’analogia non va oltre, non avendosi partecipazione al capitale della società emittente né diritti amministrativi (che però possono mancare anche alle azioni) né patrimoniali (che invece non possono mancare). Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 260-261.

<sup>209</sup> Prima dell’intervento dell’art. 1 comma 7 del d.lgs. 303/2006, l’art. 129 TUB prevedeva l’obbligo di comunicazione preventiva a Banca d’Italia delle emissioni di valori mobiliari di ammontare superiore a 100 miliardi di lire ovvero aventi caratteristiche diverse da quelle predefinite dalla Banca d’Italia secondo criteri fissati dal CICR, e dava la possibilità a Banca d’Italia di differire o vietare l’operazione entro 20 giorni dalla comunicazione, qualora ravvisasse un pericolo per la stabilità o efficienza del mercato dei valori mobiliari. Si prevedeva un regime analogo per le offerte in Italia di valori mobiliari esteri, nonché obblighi d’invio di informazioni relative ai titoli effettivamente classati sul mercato (c.d. segnalazioni consuntive) conformemente ad apposite Istruzioni di Vigilanza emanate da Banca d’Italia. Per un approfondimento a fini ormai solamente storici: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 333-343.



agosto 2011, la quale prende atto dell'abrogazione dei vagli preventivi sulle operazioni di cui al previgente art. 129 TUB, da cui deriva la non applicabilità delle *Istruzioni di Vigilanza per le Banche* (Circolare Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999) concernenti gli obblighi di comunicazione preventiva e i poteri d'intervento di Banca d'Italia, come già rilevato nel provvedimento del Governatore 16 gennaio 2007 in materia di emissione e offerta di strumenti finanziari.

Se però nel 2007 si era detto che in attesa dell'emanazione delle disposizioni attuative del nuovo articolo 129 TUB continuavano ad applicarsi le previsioni di cui alla Sezione IV delle citate *Istruzioni di Vigilanza per le banche* in materia di segnalazioni consuntive alla Banca d'Italia, nella comunicazione del 2011 si dispone la sospensione dell'obbligo, per gli intermediari e gli emittenti, dell'invio del mod. 83 Vig. previsto nel Titolo IX, Capitolo 1, Sezione IV delle Istruzioni richiamate, in vista del prossimo avvio del nuovo regime attuativo dell'art. 129 TUB.

D'altra parte in relazione ai titoli emessi l'art. 5 comma 2 della legge 130 prevede la non applicazione del divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico previsto dall'art. 11 TUB, dei limiti quantitativi alla raccolta prescritti nella normativa vigente e degli articoli da 2410 a 2420 del codice civile.

Come già diffusamente spiegato, gli interventi sono necessari per l'esistenza di un veicolo che possa smobilizzare i crediti dell'*originator*, acquistandoli e segregandoli, a garanzia degli investitori, senza dover sottostare ad una patrimonializzazione ed a limiti d'emissione che paralizzerebbero la funzione di liquidità della cartolarizzazione.

Infine, una precisazione in tema fiscale era necessaria e si incontra nell'art. 6 comma 1, che estende ai titoli emessi il trattamento stabilito per le obbligazioni emesse dalle società con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani e per titoli similari.

Tale previsione, fortemente suggerita dagli operatori e dalla dottrina, comporta una tassazione più favorevole di quella prevista per i titoli atipici, ai quali si sarebbe probabilmente fatto riferimento in assenza di "tipizzazione tributaria"<sup>210</sup>.

Concludendo, in tema di emissione di titoli si ritiene opportuno riportare

---

<sup>210</sup> C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, pp. 240-241.

un'osservazione sulla lettera della legge ed una tendenza riscontrata nella prassi.

All'art. 1 della legge 130/1999 i diritti derivanti dai titoli emessi vengono detti <<incorporati>> in questi ultimi: tale formulazione non appare felice e <<andrebbe modificata la dizione di diritti "incorporati" nei titoli, sia parlando di strumenti finanziari anziché di titoli, sia espungendo il concetto di incorporazione, essendo intervenuta la dematerializzazione degli strumenti>><sup>211</sup>.

Dal punto di vista della prassi si intende solamente rilevare la pratica d'emissione di *tranches* di titoli aventi rendimento e rischio diverso, analogamente a quanto accade nelle esperienze degli altri Stati<sup>212</sup>.

## **2.7. Il rating**

Si è già visto nel corso del secondo capitolo come il dibattito intorno al *rating* dell'operazione di cartolarizzazione fu molto acceso negli anni precedenti la legge 130/1999, la quale peraltro accolse un'impostazione diversa da quella del disegno di legge presentato dal Governo.

Fu infatti previsto che la valutazione del merito dei titoli emessi fosse obbligatoria nel solo caso di offerta degli stessi ad investitori non professionali, stante la maggior difficoltà per questi di comprendere pienamente l'operazione stimandone rischi ed opportunità<sup>213</sup>.

Diversamente si presume che gli investitori professionali abbiano competenze tecniche e strutture adatte per valutare autonomamente l'operazione di cartolarizzazione e le prospettive dell'investimento.

---

<sup>211</sup> F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti* (AC 5058), in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/1999, p. 243.

<sup>212</sup> I titoli vengono distinti in classi *senior*, *mezzanine*, *junior* a seconda della priorità nel rimborso. Chiaramente le classi più rischiose nel caso di successo dell'operazione hanno un rendimento maggiore a fronte del rischio sopportato.

<sup>213</sup> Art. 2 comma 4 legge 130/1999:

<<Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi.>>

Se da un punto di vista logico il ragionamento appare corretto, sul piano pratico risulta approssimativo: si ha infatti conoscenza di cartolarizzazioni dalla struttura talmente complessa da poter risultare non chiare a certa parte degli investitori professionali<sup>214</sup>.

Tuttavia l'*impasse* è facilmente superato dal momento che si suole comunque determinare sempre il *rating* di un'operazione, per una maggior "fluidità" della stessa.

Tre delle agenzie già presentate a proposito dell'erogazione del credito e della determinazione del patrimonio di vigilanza (Fitch Ratings, Moody's Investors Service e Standard & Poor's Rating Services) si occupano anche della valutazione di operazioni di cartolarizzazione di crediti.

Per svolgere tale compito devono rispettare i requisiti posti dalla Consob, in attuazione dell'art. 2 comma 5 della legge 130/1999, con la delibera 12175 del 2 novembre 1999<sup>215</sup>.

È previsto che l'operatore che fornisce il *rating* dell'operazione sia costituito in forma societaria e non sia in posizione di controllo o di collegamento rispetto ad uno dei soggetti partecipanti all'operazione (*originator*, società per la cartolarizzazione dei crediti, soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e gli altri soggetti che eventualmente partecipano all'operazione a garanzia del pagamento dei debiti ceduti).

Il personale impiegato deve essere proporzionato agli incarichi stimati in un anno, nonché avere un'esperienza pregressa nel settore non inferiore ai tre anni.

Dal punto di vista delle procedure inevitabilmente ci saranno differenze da una società all'altra, ma è indispensabile che comunque si proceda secondo schemi predeterminati e conformi alla prassi internazionale, assicurando la riservatezza delle

---

<sup>214</sup> Si fa tra l'altro l'esempio delle cartolarizzazioni effettuate nell'ambito di un unico programma pluriennale di emissione. Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 216-217.

<sup>215</sup> Articolo 2 comma 5 legge 130/1999:

<<La Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, stabilisce i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria.>>

informazioni e dei dati acquisiti.

Per giungere al giudizio sintetico di un'emissione a seguito di cartolarizzazione si devono considerare diversi dati: il portafoglio crediti, i soggetti coinvolti, la struttura e l'architettura legale dell'operazione<sup>216</sup>.

L'attenzione iniziale deve essere posta sui crediti ceduti, dal momento che da questi dipende il *cash flow* destinato agli investitori: è molto importante distinguerne la natura *performing* o *non-performing* come analizzarne l'omogeneità, le tipologie, le garanzie, le caratteristiche settoriali e geografiche, ovvero tutti i fattori che ne determinano la rischiosità.

Un caso particolare è costituito dai crediti futuri che, potendo non venire ad esistenza, suscitano una certa diffidenza quando la loro descrizione nel prospetto informativo risulti sommaria.

Dal punto di vista strutturale gli aspetti da considerare maggiormente sono le coperture di determinati rischi classici dell'operazione, quali il rischio di liquidità, il rischio di interesse e il rischio di rimborsi anticipati sul portafoglio crediti<sup>217</sup>.

Per quanto concerne invece i soggetti coinvolti nell'operazione l'interesse è centrato su SCC e debitore ceduto.

Relativamente al debitore ceduto si teme l'insolvenza, mentre della SCC si teme il fallimento, sebbene sia un evento difficile da verificarsi avendo la legge pensato la società per la cartolarizzazione come soggetto *bankruptcy remote*.

Il *servicer*, inteso come l'incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento, è normalmente l'*originator*, ma può anche essere la SCC come un terzo: ha un compito fondamentale perché deve gestire al meglio il portafoglio dei

---

<sup>216</sup> Si segue la ricostruzione rinvenuta in P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 219-233. È interessante notare come il *rating* dell'operazione sia strettamente legato alla qualità del portafoglio dei crediti, da cui verrà il rimborso degli investitori-finanziatori. I crediti escono dal patrimonio del cedente ma sono separati dal patrimonio del cessionario, e da ciò deriva un *rating* dell'operazione migliore di quello dei soggetti coinvolti, fatto che in ultima analisi è un incentivo alla cartolarizzazione stessa.

<sup>217</sup> Il rischio di liquidità deriva dalla possibilità di sfasamento temporale tra i pagamenti dei debitori e i pagamenti dovuti ai portatori dei titoli emessi; il rischio di interesse è legato alla variabilità dei tassi passivi riconosciuti ai portatori dei titoli e/o attivi derivanti dal portafoglio crediti, mentre il rischio di rimborso anticipato è il rischio della SCC di vedere rimborsato un credito prima della scadenza, con contestuale perdita degli interessi futuri previsti a fronte di una liquidità al momento non necessaria.

crediti e far tempestivamente confluire i pagamenti ricevuti nei conti intestati alla SCC, dove sono al sicuro da rischi di confusione e sottrazione come da azioni di terzi. Quando il *servicer* è un soggetto in difficoltà si può temere un arresto dei flussi finanziari, ecco perché il suo *rating* influenza quello della cartolarizzazione, che può essere migliorato con la previsione contrattuale di un *back-up servicer*, ovvero di un sostituto dell'incaricato iniziale in caso di necessità<sup>218</sup>.

Infine viene presa in considerazione la documentazione contrattuale dell'operazione, dalla quale dipende la sua stabilità e dunque l'investimento dei portatori dei titoli.

Come per ogni nuova operazione finanziaria, il c.d. rischio legale è stato inizialmente molto alto, ma si è ridotto negli anni con lo stabilizzarsi della prassi e le precisazioni legislative, dottrinali, giurisprudenziali.

Sebbene dalla lettera della legge 130/1999 sembrerebbe che il giudizio di *rating* intervenga solamente ad operazione strutturata un istante prima della concreta attuazione, nella pratica l'intervento delle agenzie di valutazione avviene già durante la strutturazione da parte dell'*arranger*.

Le agenzie di *rating* normalmente ricevono un progetto dell'operazione e ne forniscono la valutazione attuale, suggerendo al contempo gli aggiustamenti e gli interventi necessari per un miglioramento del giudizio finale, che vengono tenuti in considerazione nell'approvazione conclusiva della struttura dell'operazione.

Dunque *arranger* ed agenzie lavorano assieme per l'operazione, cosicché una debolezza della legge 130 può essere l'interruzione di tale rapporto al momento del collocamento dei titoli.

Sarebbe forse più opportuno un monitoraggio dell'operazione che prosegue fino alla sua conclusione, se si volesse davvero tutelare gli investitori fino in fondo e non solamente collocare i titoli con un rendimento possibilmente contenuto.

La problematica riguarda anche il caso in cui investitori professionali sottoscrivano titoli che poi diffondono tra il pubblico indistinto: si ritiene comunque che non si debba ammettere l'aggiramento dell'obbligo di valutazione dell'operazione e che

---

<sup>218</sup> Sull'ipotesi del deterioramento delle condizioni patrimoniali del *servicer*: C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, pp. 20-21.

pertanto sia necessario l'intervento postumo di un'agenzia di *rating*<sup>219</sup>. Infine, accennando al fenomeno del *tranching* delle cartolarizzazioni, bisogna rilevare che le differenti classi di titoli hanno per loro natura un'affidabilità differente, e possono anche non essere tutte valutate se hanno destinazioni differenti<sup>220</sup>.

## 2.8. Il *servicer* e l'emittente

I crediti che vengono acquisiti dalla società per la cartolarizzazione sono la fonte del *cash flow* destinato ai sottoscrittori dei titoli emessi, motivo per cui assume importanza l'incarico della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento.

Tale funzione, che attribuisce la qualifica di *servicer* e può essere assunta da un soggetto che abbia le caratteristiche dettate dall'art. 2 comma 6 della legge 130/1999, viene normalmente assegnata all'*originator* dell'operazione<sup>221</sup>.

---

<sup>219</sup> P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 217.

<sup>220</sup> Il 10 ottobre 2012 viene data notizia della conclusione di un'operazione di cartolarizzazione di Banca Etruria per un controvalore di 644 mln. L'emissione di titoli è stata caratterizzata da una classe dotata di Rating Moody's Investors Service Inc. "A2(sf)" e DBRS Ratings Limited "A (high) sf" e per un ammontare di euro 427 milioni (3MEuribor+0,50%), quotata presso il Luxembourg Stock Exchange, ed una classe *junior* non dotata di *rating* pari ad euro 217 milioni. Cfr: *Banca Etruria: chiusa operazione di cartolarizzazione da 644 mln*, in "Corriere.it", 10-10-2012, ([http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Banca-Etruria-chiusa-operazione-cartolarizzazione-644-mln/10-10-2012/1-A\\_002996048.shtml](http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Banca-Etruria-chiusa-operazione-cartolarizzazione-644-mln/10-10-2012/1-A_002996048.shtml).)

<sup>221</sup> Art. 2 comma 6 l. 130/1999

<<I servizi indicati nel comma 3, lettera c), possono essere svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 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 dall'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, anche qualora non esercitino le attività elencate nel comma 1 del medesimo articolo purché possiedano i relativi requisiti.>>

Come si è anticipato l'art. 106 TUB è stato riformato dal d.lgs. 141/2010 ma non è stata ancora emanata da Banca d'Italia la normativa attuativa prevista e comprendente tra l'altro i requisiti per l'iscrizione all'albo, pur essendosi conclusa la pubblica consultazione circa lo schema delle disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari nel primo semestre del 2012. A tale proposito Banca d'Italia fa sapere che il ritardo è dovuto alla contrarietà allo schema registrata nel corso della consultazione nonché alla rivisitazione del d.lgs. 141/2010 che ha indirettamente portato ad aggiustamenti nel TUB nell'ottobre 2012. Si è resa pertanto necessaria una nuova consultazione pubblica, probabilmente di minore durata della precedente, al termine della quale nel 2013 dovrebbe essere emanata la disciplina attuativa del TUB riformato.

Nelle more, gli intermediari dell'art. 106 TUB continuano a rispettare le norme primarie previgenti

Tale prassi si giustifica con l'esigenza del soggetto cedente di mantenere i rapporti con la clientela, nonché con i vantaggi derivanti dalla conoscenza del debitore nella gestione del credito.

Qualora manchino nell'*originator* i requisiti necessari per assurgere a *servicer*, l'incarico viene mantenuto dalla SCC oppure affidato ad una banca od un intermediario finanziario specializzato, che normalmente coinciderà con l'*arranger* dell'operazione.

Se il *servicer* non coincide con il cessionario, i rapporti tra i soggetti vengono regolati con una convenzione detta *servicing agreement*, fondamentale per comprendere l'estensione dei poteri attribuiti in relazione ai crediti<sup>222</sup>.

Le funzioni del *servicer* possono distinguersi in due gruppi: da una parte i servizi "finanziari", dall'altra il controllo di conformità dell'operazione alla legge ed al prospetto informativo previsto dall'art. 2 comma 6-bis.

Nell'ambito dei servizi l'attività principale è il monitoraggio dei crediti e la loro riscossione, nei limiti del mandato conferito dalla SCC<sup>223</sup>.

---

e la relativa normativa attuativa, tra cui specialmente la circolare 273 del 5 gennaio 2009 di Banca d'Italia ("Segnalazioni degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale di cui all'art. 106 del Testo Unico Bancario").

Ai sensi della lett. c) del terzo comma dell'art. 106 TUB precedente all'entrata in vigore del titoli III del d.lgs. 141/2010 gli intermediari devono allora possedere un capitale sociale versato non inferiore a cinque volte il capitale minimo previsto per la costituzione di una società per azioni.

Inoltre in base alla lettera g) del secondo comma dell'art. 15 del decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 29/2009 il *servicer* deve iscriversi anche all'albo speciale di cui all'art. 107 TUB previgente e rispettarne la relativa normativa tecnica di Banca d'Italia (in particolar modo la circolare 216), fintanto che non entrerà pienamente in vigore la riforma del titolo V del TUB del 2010 che, come si diceva, ha unificato gli albi dell'art. 106 e 107 TUB.

In base alla circolare 216 di Banca d'Italia - nella quale attraverso il 7° aggiornamento del 9 luglio 2007 è confluito il provvedimento del governatore di Banca d'Italia del 23 agosto 2000 che per primo dettò norme tecniche per le società per la cartolarizzazione dei crediti e per gli intermediari finanziari incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione - i *servicer* devono disporre di un patrimonio di vigilanza di almeno 1 milione di euro se le operazioni di cartolarizzazione per le quali viene svolta l'attività di *servicing* sono complessivamente di importo compreso tra 100 e 500 milioni di euro, mentre di 1,5 milioni di euro per importi superiori.

<sup>222</sup> Nella prassi la SCC può recedere dal contratto al verificarsi di inadempienze del *servicer* o di altre circostanze indicate. Come si è già detto le operazioni meglio congegnate individuano fin dall'inizio un *back-up servicer* nel caso di difficoltà del primo incaricato. Parte della dottrina (Rumi, Rucellai) tuttavia vede nel *servicing agreement* un mandato non revocabile dalla SCC in quanto nell'interesse dei terzi (portatori dei titoli emessi) e del mandatario. Sul tema: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 207.

<sup>223</sup> Sotto un profilo civilistico l'amministrazione dei crediti compete al soggetto che risulta titolare

Nell'ipotesi in cui sia dato al *servicer* il potere di disporre dei beni e delle azioni, questi può trovarsi a compiere scelte importanti quali la concessione di dilazioni, l'esercizio di azioni esecutive-cautelari e la remissione di debiti nel caso in cui i costi ed i tempi di una procedura esecutiva siano maggiori dei benefici ricavabili.

In relazione a singole esposizioni, specialmente se difficili, è possibile che il *servicer* si avvalga della collaborazione di agenzie specializzate di recupero crediti, delegando i poteri necessari e rispondendo comunque dell'attività svolta nei confronti della società per la cartolarizzazione<sup>224</sup>.

Quando il *servicer* coincide con l'*originator* è possibile che sorga conflitto d'interessi con la SCC ed i portatori dei titoli emessi, ad esempio nel momento in cui l'operazione preveda, al verificarsi di certe condizioni, un obbligo di riacquisto dei crediti da parte del cedente<sup>225</sup>.

Si suole allora prevedere anticipatamente un modello di comportamento per tali situazioni, laddove altrimenti si rischierebbe il perseguimento da parte del *servicer-originator* del suo esclusivo interesse.

Per quanto riguarda invece i servizi di cassa e di pagamento, questi si concretano nell'attività volta a far confluire le somme ricevute dai debitori nei conti intestati alla SCC e nel pagamento dei portatori dei titoli emessi alle scadenze fissate, mentre nell'ambito dei controlli di legittimità dell'operazione il *servicer* non può ricorrere a terzi, ma deve occuparsene individualmente nell'interesse dei portatori dei titoli e del mercato.

Dalla panoramica condotta si ricava che l'attività di *servicing* è articolata e pertanto nel suo espletamento è possibile incorrere in irregolarità che comportino l'obbligo di

---

del credito, dunque al cessionario, ferma restando la facoltà di delegare tale incarico ad un soggetto diverso che può vedersi attribuire il potere di concedere dilazioni di pagamento, instaurare processi esecutivi, transigere eventuali liti, *et cetera*. Sul tema: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 236-237.

<sup>224</sup> Con il decreto legge 05/2012 (convertito e modificato dalla l. 35/2012) è stato modificato l'art.115 del TULPS (r.d. 18 giugno 1931, n. 773) ed è stata eliminata la licenza per l'apertura di agenzie di prestiti su pegno o altre agenzie di affari, sostituita da un semplice obbligo di comunicazione al Questore. Permane però la necessità di licenza per l'esercizio dell'attività di recupero stragiudiziale di crediti, della quale deve disporre anche il *servicer* qualora voglia svolgere in proprio le attività di recupero crediti della SCC.

<sup>225</sup> A tale proposito: G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002, pp. 76-77.



risarcimento di danni: rispetto alla SCC il *servicer* può esser chiamato a rispondere ex art. 1218 cc qualora non rispetti gli *standard* di diligenza professionale cui è tenuto nell'adempimento delle sue obbligazioni, mentre nei confronti dei portatori dei titoli emessi appare configurabile un'ipotesi di responsabilità extracontrattuale<sup>226</sup>. Dunque il singolo investitore potrebbe agire per il risarcimento del danno individualmente sofferto per il fatto doloso o colposo del *servicer*, ma non per una reintegrazione del patrimonio separato della società per la cartolarizzazione da cui trarrebbero vantaggi tutti i portatori dei titoli.

Per raggiungere tale obiettivo infatti sarebbe necessario un rappresentante comune dei portatori dei titoli avente la rappresentanza processuale dell'intera categoria.

Talvolta nei contratti tra SCC e *servicer* le obbligazioni nei confronti della società veicolo vengono riproposte su base convenzionale anche nei confronti dei sottoscrittori dei titoli, così che l'eventuale responsabilità del *servicer* rispetto ai sottoscrittori assuma natura contrattuale<sup>227</sup>.

Passando invece alla figura dell'emittente dei titoli, in base alla lettera dell'art. 3 comma 1 della legge 130 è possibile ipotizzare due differenti situazioni: quella in cui la società per la cartolarizzazione emette direttamente i titoli per finanziare l'acquisizione dei crediti, e quella in cui l'emissione viene effettuata da un'altra società.

Siccome la norma dispone 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 possibile ricorrere per l'emissione ad una comune banca o ad un comune intermediario finanziario di cui all'art. 106 TUB.

Nella prassi l'emittente dei titoli è la società per la cartolarizzazione stessa, di modo che non sia appesantita senza benefici la struttura di un'operazione che per sua natura coinvolge già un considerevole numero di soggetti<sup>228</sup>.

---

<sup>226</sup> Sulla responsabilità del *servicer*: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 241.

<sup>227</sup> Cfr: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 213, nota 82.

<sup>228</sup> La possibilità della dissociazione cessionario – emittente non stupisce considerata la prassi

La dottrina ha pertanto indagato marginalmente la situazione in cui l'emittente differisce dalla società per la cartolarizzazione e solo accennato al rapporto che intercorre tra questi, in relazione al quale vi è il silenzio della legge.

Si è innanzitutto detto che la SCC potrebbe cedere a sua volta i crediti all'emittente<sup>229</sup>, ma anche che il soggetto diverso dalla SCC potrebbe emettere titoli per erogare il finanziamento necessario alla SCC per l'acquisto dei crediti<sup>230</sup>, dal cui *cash flow* verrà poi il rimborso del prestito.

In quest'ultima ipotesi l'emittente è il finanziatore formale, ma sostanzialmente è un mero tramite attraverso cui le risorse transitano e alla fine del ciclo tornano ai sottoscrittori dei titoli, ossia a coloro che hanno dotato l'emittente dei mezzi necessari per erogare il finanziamento con cui la SCC ha acquisito i crediti.

È altresì ipotizzabile che il finanziamento sia assistito da una convenzione delegatoria, in base alla quale la SCC (o il *servicer* quando non coincidente) si obbliga ad effettuare i pagamenti legati ai titoli emessi direttamente ai portatori di questi.

---

internazionale e quella precedente la l. 130/1999, senza contare che è la regola nell'ambito delle obbligazioni bancarie garantite, come osservato in C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, p. 205. Inoltre, la medesima dissociazione si presenta nel caso di cartolarizzazione mediante erogazione di finanziamento ai sensi dell'art. 7 comma 1 lett. a) della legge 130/1999 laddove i crediti rimangono nel patrimonio dell'*originator*, nonostante il finanziamento della SCC attraverso le risorse raccolte con l'emissione di titoli. Si veda: L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002, p. 119.

<sup>229</sup> Cfr: G. Rumi, *La securitisation. La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, Il Sole 24 Ore 2001, p. 144 e R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 72 dove però l'ipotesi prospettata non è ritenuta la sola possibile né la preferibile, osservandosi peraltro che sembra strano che il legislatore con l'espressione "società diversa dalla cessionaria" avesse voluto riferirsi all'ulteriore cessionaria, in quanto tecnicamente per definizione la seconda società acquirente i crediti è una cessionaria cui si sarebbe potuto riferire l'intera normativa della legge 130 senza distinguo. In senso invece totalmente contrario il Troiano afferma che la società emittente diversa dalla cessionaria non potrebbe essere una seconda cessionaria alla quale la prima abbia ceduto i crediti da cartolarizzare. <<È ben possibile, in linea teorica, che il medesimo coacervo di crediti passi di proprietà anche più volte prima di essere cartolarizzato. L'unico trasferimento considerato dalla disciplina della legge n.130 del 1999 è peraltro quello che avviene a favore di una società per la cartolarizzazione che emetta titoli per finanziare l'acquisto, ovvero che fruisca del finanziamento che le deriva da altra società per la cartolarizzazione, che cura l'emissione dei titoli. Ogni trasferimento che fuoriesca da questo duplice possibile schema parrebbe al di fuori dello spettro di applicazione della legge.>> Si veda: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 218, nota 4.

<sup>230</sup> A tale proposito: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 218; C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, pp. 205-210.

In base all'art. 2 comma 2 il prospetto informativo dell'operazione deve essere redatto dalla SCC, ma se le sue funzioni tipiche (acquisto crediti ed emissioni titoli) vengono separate l'obbligo va a gravare sull'emittente.

Un ultimo riferimento alla possibilità della duplicazione dei soggetti in un'operazione di cartolarizzazione si trova all'art. 5 comma 1 della legge 130, laddove si prevede che si applichino gli art. 129 e 143 del testo unico bancario <<ai titoli emessi dalla società cessionaria o dalla società emittente titoli, per finanziare l'acquisto dei crediti>>.

## **2.9. Credit enhancement**

Con l'espressione *credit enhancement*<sup>231</sup> vengono indicate le tecniche di valorizzazione dei crediti ceduti, delle quali, nel caso di offerta dei titoli ad investitori professionali, si deve fornire indicazioni nel prospetto informativo in quanto <<operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione>><sup>232</sup>.

L'obiettivo che si persegue è il miglioramento "dell'appetibilità" dei titoli emessi attraverso la riduzione del rischio per parte o totalità degli investitori per mezzo di un impegno finanziario dell'*originator* stesso o di soggetti terzi<sup>233</sup>: si parlerà nel primo caso di autogaranzia (*internal credit enhancement*), nel secondo di eterogaranzia (*external credit enhancement*).

Qualora intervenga l'*originator*, la c.d. *true sale* dei crediti viene parzialmente compromessa, dal momento che parte del rischio permane nella sfera del cedente e,

---

<sup>231</sup> Letteralmente "miglioramento del credito".

<sup>232</sup> Art. 2 comma 3, lett f) l. 130/1999. Non è richiesto di indicare le controparti delle operazioni finanziarie accessorie, ma tale informazione appare un elemento informativo non omettibile, <<in quanto essenziale per una piena valutazione da parte dell'investitore dei rischi connessi ai titoli in sottoscrizione.>> Sull'argomento: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 207.

<sup>233</sup> <<Il *credit enhancer* svolge un ruolo molto importante in un'operazione di cartolarizzazione, essendo il soggetto incaricato, attraverso l'offerta di determinate garanzie, di ridurre il livello complessivo di rischio creditizio implicito nei titoli emessi.>> R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 119.

nel caso in cui questi sia una banca od intermediario finanziario, continua ad essere considerato ai fini del patrimonio di vigilanza.

Le tecniche di *credit enhancement* vengono studiate assieme alle agenzie di *rating*, se non addirittura suggerite da queste: il *rating* infatti indica la probabilità di rimborso del capitale e degli interessi all'investitore, pertanto è legato a doppio filo alle sorti dei crediti da cui deve venire il *cash flow* dell'operazione.

Nella panoramica delle soluzioni adottabili sicuramente ha un ruolo di primissimo piano il c.d. *tranching*, ossia la frammentazione dei titoli emessi in classi caratterizzate da rendimenti e tempi di rimborso differenti.

Nella prassi internazionale si suole creare tre categorie (*senior, mezzanine, junior notes*), mentre in Italia ultimamente è preferita la bipartizione (classe A, classe B)<sup>234</sup>.

I titoli *senior* (classe A) sono quelli dotati di priorità di rimborso e scontano per questo un rendimento minore dei titoli *junior* (classe B), i quali promettono rendimenti maggiori ma solamente nel caso di soddisfacimento dei portatori di tutti gli altri titoli, mentre in una posizione intermedia si trovano i titoli *mezzanine*.

Affinchè la classe più sicura abbia il *rating* massimo l'agenzia di valutazione chiede generalmente che la classe subordinata copra quantomeno il valore medio delle perdite su crediti sopportate da portafogli analoghi in operazioni di cartolarizzazione già concluse.

Se per ipotesi <<il pool di prestiti può generare perdite del 10% nel peggiore scenario economico delineato dall'agenzia di rating, data un'emissione di 100 milioni di euro, occorreranno 10 milioni di protezione affinché possano essere emesse ABS con rating AAA. In questo caso, quindi, l'emittente potrà emettere 90 milioni di euro di senior securities e 10 milioni di euro di titoli subordinati, di solito detenuti dallo stesso originator>><sup>235</sup>.

In alternativa o combinatamente al *tranching* è possibile poi rafforzare l'operazione

---

<sup>234</sup> Tale tendenza alla bipartizione si lega all'esigenza di avere una sola classe di titoli con il *rating* più elevato possibile da trasferire alla BCE per operazioni di rifinanziamento. Nell'ipotesi infatti di *tranching* in tre gruppi, la classe *senior* si contrae a favore delle classi subordinate, che però non sono accettate come collaterale dalla Banca Centrale Europea.

<sup>235</sup> A. Federici, *Le ABS: Rischio, credit enhancement e rating*, in "Centro Studi Finanza.it". ([http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com\\_content&view=article&id=136:gli-effetti-della-cartolarizzazione-sul-bilancio-delloriginator&catid=43:abs&Itemid=94](http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=136:gli-effetti-della-cartolarizzazione-sul-bilancio-delloriginator&catid=43:abs&Itemid=94))

attraverso fideiussioni e polizze assicurative volte a coprire le perdite fino ad un importo stabilito o ad una percentuale dei crediti in essere.

In quest'ultimo caso però bisogna tenere conto del progressivo degrado della garanzia nel tempo, stante la diminuzione della componente *in bonis* del patrimonio a fronte dei pagamenti ricevuti e il permanere invece delle esposizioni in difficoltà.

Nel caso di ricorso esclusivo a forme di eterogaranzia deve peraltro segnalarsi che il *rating* dei titoli non può essere superiore di quello del terzo garante, che pertanto dovrà essere di elevato *standing* creditizio.

Ancora è possibile strutturare l'operazione come *overcollateralization*, ossia emettere titoli per un valore nominale complessivo inferiore a quello dei crediti, cosicché le perdite su alcune esposizioni possano essere neutralizzate nei confronti degli investitori.

Talvolta vengono anche cercati prestiti subordinati nel rimborso al soddisfacimento dei crediti in portafoglio, che pertanto si rivelano essere sostanzialmente delle garanzie solamente nel caso in cui, a operazione conclusa, si siano effettivamente sopportate perdite sui crediti, mentre nel caso in cui tutti i debitori alla fine paghino risultano essere linee di liquidità di contrasto ai disallineamenti temporali tra flussi in entrata ed uscita.

Una variazione sul tema è invece la previsione - nella cessione dei crediti dall'*originator* alla SCC - del differimento del pagamento di parte del prezzo al momento conclusivo della cartolarizzazione, condizionandolo al soddisfacimento dei portatori dei titoli.

Da ultimo è necessario accennare al contratto derivato di credito noto come *credit default swap*, per cui contro il pagamento di un premio periodico viene promesso il pagamento di una certa somma per il caso di insolvenza (*default*) di uno o più debitori.

Attraverso contratti analoghi è possibile peraltro intervenire anche sui rischi di cambio e di interesse dell'operazione, ovvero alle situazioni in cui per la divergenza di valuta dei crediti e dei titoli emessi o per variazione dei tassi d'interesse di crediti o titoli non pervengano risorse sufficienti per i pagamenti dovuti ai portatori dei titoli. Nel primo caso si tratta del derivato creditizio *interest rate swap*, in base al quale <<il veicolo cede gli interessi a tasso fisso prodotti dal portafoglio creditizio

cartolarizzato e incassa corrispondentemente degli interessi a tasso variabile, che utilizza per remunerare i titoli emessi>> al medesimo tasso variabile<sup>236</sup>.

Concludendo, si deve osservare che gli interventi di *credit enhancement* volti alla riduzione del rischio non sono formalmente una componente irrinunciabile delle operazioni di cartolarizzazione, ma *de facto* ne consacrano il successo o fallimento assieme al *rating*.

Certamente hanno dei costi, ma rendono l'investimento più trasparente, dunque attraente anche a fronte di riduzioni di rendimento, con conseguenziale beneficio della velocità delle contrattazioni e dunque della liquidità dei titoli.

## **2.10. Il prospetto informativo**

I titoli che vengono emessi a seguito di un'operazione di cartolarizzazione sono definiti "strumenti finanziari" dall'art. 2 comma 1 della legge 130/1999 e comportano per la società cessionaria (o per la società emittente se diversa dalla società cessionaria) l'obbligo di redazione del prospetto informativo che illustri agli investitori l'operazione posta in essere.

A seconda della natura degli investitori questo ha caratteristiche e contenuti differenti: per gli investitori non professionali si devono infatti seguire le disposizioni del d.lgs. 58/1998 (TUF), la cui intera applicazione è espressamente prevista nello stesso art. 2 comma 1, mentre per gli investitori professionali viene dettato un apposito modello al comma 3 dell'art. 2 della legge 130/1999.

Quest'ultima è norma speciale che deroga al regime ordinario del TUF come integrato dalla regolamentazione Consob, per cui di regola la sollecitazione all'investimento dei c.d. investitori professionali non comporta la redazione di un prospetto informativo, in ragione della loro qualità soggettiva che li fa presumere <<sufficientemente capaci di valutare appieno i rischi dell'operazione>> e pertanto

---

<sup>236</sup> P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 204-205.

non bisognosi di protezione nell'esecuzione della stessa<sup>237</sup>.

Entrando nel dettaglio del prospetto destinato alla sollecitazione di investitori non professionali occorre dapprima porre in rilievo gli articoli 94 – 98-bis (ossia la sezione I, capo I, titolo II, parte IV) del TUF, dei quali va in particolar modo ricordato l'art. 94 al comma 2 per cui <<il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti 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 recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta>> e al comma 4 per cui <<l'emittente o l'offerente può redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di documenti distinti. Nel prospetto composto di documenti distinti, le informazioni richieste sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti e i prodotti offerti e una nota di sintesi>>.

Per pubblicare il prospetto informativo è necessario ottenerne l'approvazione da parte della Consob, che ne riceve preventiva comunicazione.

In base all'art. 95 TUF la Consob ha dettato il regolamento 11971/1999 di attuazione della sezione richiamata, precisando modalità e tempistiche di redazione e approvazione dei prospetti d'offerta.

Per quanto riguarda il contenuto del prospetto d'offerta di strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione l'art. 5 del regolamento 11971/1999 rimanda alle previsioni del reg. 809/2004/CE e agli schemi al medesimo allegati, ossia agli schemi VII e VIII<sup>238</sup>.

---

<sup>237</sup> R. Pardolesi, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999, p. 159. Nella cartolarizzazione però tale situazione non si riproponeva, considerata la novità dell'operazione e la prevedibile maggior difficoltà di comprensione anche per i professionisti del settore a contatto con una realtà finanziaria non nota. Cfr: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 86

<sup>238</sup> In passato il reg. Consob 11971/1999 conteneva direttamente lo schema XVIII "Prospetto di sollecitazione/quotazione relativo a strumenti finanziari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti" allegato come n.1 alla delibera Consob 6 aprile 2000 n.12475.

Gli schemi VII e VIII allegati al reg. 809/2004/CE sono consultabili in appendice.

L'allegato VII "Informazioni minime da includere nel documento di registrazione relativo a strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione" è focalizzato sull'emittente, del quale vanno enucleati i dati identificativi, le attività, gli organi di amministrazione – direzione - vigilanza, gli azionisti, i fattori di rischio nonché le informazioni finanziarie circa attività e passività come profitti e perdite degli esercizi eventualmente conclusi.

Si deve dar conto poi dei revisori legali dei conti dell'emittente, di chi materialmente ha contribuito alla redazione del documento di registrazione e degli esperti i cui pareri o relazioni fossero inseriti nello stesso.

Da ultimo deve dirsi dove è possibile consultare tutta la documentazione richiamata o fondante il documento di registrazione.

Per quanto riguarda invece l'allegato VIII "Informazioni minime relative a strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione", l'attenzione è centrata sugli strumenti finanziari, sulle attività sottostanti, sulla struttura dell'operazione di cartolarizzazione e sul flusso di cassa.

È interessante l'ultima delle quattro sezioni di codesto allegato, denominata "Informativa successiva all'emissione", dal momento che chiede all'emittente di indicare se successivamente all'emissione intende fornire informazioni in merito agli strumenti finanziari e alla *performance* delle garanzie collaterali sottostanti, aspetti che assieme all'evoluzione del *rating* sono completamente ignorati nel caso di offerta dei titoli ad investitori professionali.

Una volta redatto il prospetto d'offerta per gli investitori non professionali in base agli schemi del reg. 809/2004/CE cui si è accennato, tenendo comunque sullo sfondo i principi del TUF e del regolamento Consob 11971/1999, deve essere richiesta ed allegata la valutazione del *rating* dell'operazione, resa obbligatoria dall'art. 2 comma 4 della legge 130/1999.

A questo punto la documentazione è completa e può essere inviata alla Consob per l'approvazione.

D'altra parte risulta più agevole la redazione del prospetto informativo nel caso in cui i titoli oggetto dell'operazione di cartolarizzazione siano offerti ad investitori professionali, dal momento che il relativo contenuto è determinato dalle lettere a) - i)



dell'articolo 2 comma 3 della stessa legge 130/1999<sup>239</sup>.

Innanzitutto devono essere fornite indicazioni circa il soggetto cedente e la società cessionaria dei crediti, che devono essere descritti insieme ai titoli emessi nell'ambito delle caratteristiche dell'operazione.

Si passa poi dai soggetti incaricati di curare l'emissione ed il collocamento dei titoli e dal *servicer* dell'operazione alla previsione di *disclosure* circa le condizioni in presenza delle quali a vantaggio dei portatori dei titoli è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati e circa le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria 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.

Quest'ultime sono situazioni particolari della gestione del patrimonio separato della SCC, sulle quali si tornerà nel paragrafo successivo e che rivelano previsioni sostanziali all'interno di un documento che pertanto non ha più solamente la funzione di strumento di controllo e informazione della sollecitazione all'investimento<sup>240</sup>.

Sulla stessa lunghezza d'onda si trova la richiesta di indicazioni sulle eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione, sugli utili previsti ed il percettore, come sui costi dell'operazione e sulla loro detraibilità ad opera della società cessionaria dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti<sup>241</sup>.

---

<sup>239</sup> <<Tale ultima evenienza non appare in linea con l'opportunità di adottare in fattispecie altamente specialistiche forme più flessibili della normativa primaria quali sono i regolamenti amministrativi.>> Cit. P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 182.

Si rileva inoltre la possibilità di redigere il prospetto come nel caso di offerta dei titoli al pubblico indistinto, dato che per il maggior numero di informazioni richieste sono comunque soddisfatte le esigenze sottostanti l'art. 2 comma 3 l.130/1999.

<sup>240</sup> Le previsioni sostanziali sembrano peraltro già tradite dalla rubrica dell'art. 2 intitolata <<programma dell'operazione>>. In merito: C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007, p. 48.

<sup>241</sup> Il percettore può essere l'*originator* (come prezzo differito), l'*arranger*, il sottoscrittore dei titoli o la SCC. Considerando che la SCC è emanazione dell'*arranger* (una banca d'affari) o dell'*originator*, per suo tramite l'utile può essere indirettamente destinato a questi. L'utile per definizione è un *surplus* non distribuito per i costi dell'operazione, ma nella maggioranza dei casi questa è strutturata in modo che non ci siano avanzi alla sua conclusione, ma piuttosto che una *performance* del portafoglio crediti migliore del previsto vada a vantaggio di una *tranche* subordinata

Infine risponde invece alle esigenze di controllo e valutazione dell'investimento la necessità di precisazioni circa gli eventuali rapporti di partecipazione tra cedente e cessionario, nonché sul contenuto minimo essenziale dei titoli emessi<sup>242</sup> e sulla pubblicità del prospetto informativo idonea a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli.

Conclusa la panoramica, si può osservare che il contenuto "minimo" del prospetto è piuttosto consistente, e per questo suscita qualche stupore l'omessa indicazione dell'*arranger*, che elabora e cura l'architettura dell'intera operazione.

Per la generalità dei casi il comma 7 dell'art. 2 della legge 130 prevede che il prospetto informativo debba essere consegnato ai portatori dei titoli a semplice richiesta: a tale proposito la dottrina ha dibattuto sulla precisione dell'espressione "portatori dei titoli", interrogandosi se il legislatore non l'abbia usata impropriamente intendendo riferirsi ai soli sottoscrittori, e non anche a quanti acquisissero i titoli sul mercato secondario (ossia i portatori), situazione in cui si creerebbe il problema dell'attualità delle informazioni contenute nel prospetto iniziale<sup>243</sup>.

## **2.11. La "straordinarietà" della cessione dei crediti acquistati e "l'ordinarietà" del reinvestimento dei fondi non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli**

Nella pagine precedenti si è sottolineata più volte l'importanza del patrimonio separato della SCC per il soddisfacimento degli investitori, fatto che giustifica la

---

di titoli emessi.

Si può parlare di costi di strutturazione (*arranger*, agenzie di *rating*, consulenze legali), costi di emissione (commissioni per il collocamento dei titoli) e costi di gestione (spese per *credit enhancement* e spese per lo più sostenute dal *servicer* per ragioni contabili, fiscali, amministrative).

<sup>242</sup> Ad esempio: la durata dei titoli, la valuta di emissione, l'esistenza di diverse categorie e del diverso *rating* dovuto alla priorità di rimborso, il soggetto emittente ed il soggetto cessionario titolare del portafoglio di crediti ceduto, nonché il valore nominale di questo.

<sup>243</sup> Sul tema: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 183 dove si propende per la lettura di "portatori" come "sottoscrittori", rilevando l'incoerenza interna dell'articolo che al primo comma applica ai titoli emessi il d.lgs. 58/98 (TUF) per cui l'obbligo di messa a disposizione del prospetto informativo nelle sollecitazioni all'investimento è a favore dei soli sottoscrittori.

disciplina normativa volta alla blindatura ed alla conservazione nel tempo dei crediti in esso contenuti.

Di primo acchito potrebbe sembrare allora in contrasto con tale linea la previsione della lettera d) dell'art. 2 comma 3 della legge 130/1999 per cui il prospetto informativo deve contenere l'indicazione delle <<condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati>>.

Si tratta però di un'antinomia apparente, perché tale previsione non intacca la tendenziale staticità del portafoglio crediti, ma prevede una giusta eccezione volta a massimizzare la tutela e l'interesse degli investitori.

Sono infatti ipotizzabili situazioni in cui di fronte ad esposizioni a rischio di insolvenza risulta più opportuna la liquidazione piuttosto che il temporeggiamento, al termine del quale il valore nominale del credito potrebbe essere totalmente perso o in parte recuperato ma fuori tempo utile per i pagamenti di capitale e interesse agli investitori, nonché è immaginabile la circostanza in cui intermediari finanziari si interessino all'acquisto di crediti a prezzi anche più elevati di quelli di carico per esigenze di diversificazione territoriale o settoriale del rischio.

In tale scenario la società per la cartolarizzazione deve potersi muovere flessibilmente, cogliendo le occasioni offerte dal mercato per una chiusura dell'operazione soddisfacente tutti gli investitori.

Da ciò deriva l'art. 2 comma 3 lett. d), che peraltro fissa due paletti alla cessione dei crediti in portafoglio: le condizioni in presenza delle quali l'operazione è possibile devono risultare nel prospetto informativo e in ogni caso essa deve risultare vantaggiosa per i portatori dei titoli.

Se ne deduce che nel silenzio del prospetto, quand'anche realizzato secondo gli schemi richiamati dal reg. Consob 11971/1999 per il caso di offerta dei titoli al pubblico indistinto, la cessione dei crediti non è possibile e la gestione del patrimonio è esclusivamente statica.

In talune operazioni di cartolarizzazione è stato previsto che al superamento di un certo tasso d'impagato parte o totalità del portafoglio della SCC venga riacquistato dall'*originator* ad un prezzo determinato affinché si possano comunque soddisfare gli investitori, ma questa ipotesi sembra più una garanzia rientrante tra <<le eventuali

operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione>>> che una cessione dei crediti acquistati di cui si sta discorrendo.

In siffatta ipotesi poi, qualora il prezzo di riacquisto dei crediti coincida con quello di vendita, si realizzerebbe di fatto una cessione di crediti sottoposta a condizione risolutiva, con tutte le dovute implicazioni quanto a traslazione dei rischi, che permanerebbero nella sfera dell'*originator* e continuerebbero a pesare per il calcolo del patrimonio di vigilanza nel caso in cui questo sia una banca.

Come rilevato in dottrina, la previsione dell'art. 2 comma 3 lett. d) è pensata a vantaggio degli investitori, ma introduce altresì il rischio di gestione del portafoglio e ulteriori responsabilità per gli amministratori.

Rimane invece nell'ordinarietà della gestione dei crediti il reinvestimento - in altre attività finanziarie - dei fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli, purché ne vengano indicate le condizioni nel prospetto informativo ai sensi della lettera e) dell'art. 2 comma 3 della l.130/1999.

Guardando infatti in modo ottimistico all'operazione di cartolarizzazione è possibile immaginare in un determinato intervallo di tempo un *surplus* di entrate rispetto alle uscite, che non è sensato tenere improduttive.

Da qui l'esigenza del reinvestimento e l'assenza del richiamo del perseguimento del vantaggio dei portatori dei titoli, giacché in condizioni normali di mercato un impiego prudente e a breve termine della liquidità è indubbiamente nell'interesse dell'investitore.

La legge richiede soltanto che sia chiarito preventivamente nel prospetto informativo quando la liquidità a disposizione è considerabile in eccesso rispetto ai bisogni della SCC e quali strumenti di reinvestimento sono utilizzabili<sup>244</sup>.

Si rileva inoltre che la lett. e) dell'art. 2 comma 3 è anche lo strumento attraverso cui è possibile realizzare operazioni di cartolarizzazione *revolving*, ossia dove il portafoglio di crediti inizialmente acquisito ha una scadenza piuttosto breve rispetto alla durata dei titoli emessi, essendo destinato ad essere reintegrato nel tempo

---

<sup>244</sup> Nella prassi il reinvestimento avviene in titoli di debito a breve prontamente liquidabili o in depositi presso banche. È importante che non venga corso il rischio di perdita del capitale, pertanto si esclude l'impiego in strumenti azionari.

attraverso l'acquisto di nuovi crediti (generalmente del medesimo *originator*) grazie alla liquidità strutturalmente non necessaria per l'immediato soddisfacimento degli investitori.

È importante che in questo caso il prospetto informativo illustri attentamente l'operazione, giacché al variare dei crediti in portafoglio può variare anche il rischio per gli investitori, per quanto si prevedano convenzionalmente caratteristiche di omogeneità e fungibilità con i crediti scaduti.

Ovviamente nelle operazioni *revolving* è necessario pubblicare in Gazzetta Ufficiale la notizia di tutte le cessioni di crediti alla società veicolo successive all'iniziale, affinché si continui ad applicare il regime favorevole della legge 130/1999 all'intera operazione.

### **3. La cartolarizzazione mediante erogazione di un finanziamento**

L'art. 7 della legge 130/1999, rubricato "Altre operazioni", introduce nell'ordinamento italiano due modalità alternative di cartolarizzazione, la cui nozione globale deve pertanto essere sempre ricostruita sulla base del combinato disposto dell'art. 1 e dell'art. 7 in parola.

Viene innanzitutto presentata una struttura <<mediante l'erogazione di un finanziamento>> e non vi è dubbio di essere nell'ambito della tipica funzione della *securitization*, dal momento che la stessa lettera a) del comma 1 qualifica l'operazione come <<cartolarizzazione dei crediti>>: lo schema tratteggiato infatti prevede che la società per la cartolarizzazione dei crediti emetta titoli con i quali concede un finanziamento al <<soggetto cedente>>.

In tale ipotesi non vi è però alcuna cessione dei crediti, dal momento che questi permangono nel patrimonio dell'*originator* e costituiscono semplicemente il parametro dell'ammontare del rimborso dovuto, come peraltro spiegato dal secondo comma dell'art. 7 per cui <<nel caso di operazioni realizzate mediante erogazione di un finanziamento, i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti,

rispettivamente, al soggetto finanziato e al soggetto finanziatore>><sup>245</sup>.

Se ne ricava dunque che le espressioni della lett. a) non sono dovute ad imprecisione, ma alla volontà di innescare sui soggetti presentati negli articoli precedenti – con i dovuti adattamenti - la modalità alternativa di cartolarizzazione, alla quale peraltro tali disposizioni di legge si applicano in quanto compatibili.

Il *background* dello schema si rinviene nell'esperienza inglese della *subparticipation*, come rivelato anche dall'On. Targetti nel corso dei lavori preparatori della legge 130<sup>246</sup>.

Tale contratto, che mira al trasferimento di beni come *novation* e *assignment*, prevede la presenza di un *selling participant* che <<a fronte della corresponsione di una somma di denaro da parte del *subparticipant*, si impegna a trasferire a quest'ultimo le somme di denaro che avrà riscosso dal proprio debitore (l'*underlying debtor*)>><sup>247</sup>.

È evidenziato dalla dottrina come in tale operazione i rischi per il *subparticipant* (nel nostro ordinamento per la SCC e di conseguenza per gli investitori) siano maggiori di quelli in un'operazione di cartolarizzazione tramite cessione di crediti a *special purpose vehicle*, dal momento che si è esposti al doppio rischio d'insolvenza (del *selling participant* e dell'*underlying debtor*), senza il beneficio di una posizione privilegiata nelle eventuali procedure esecutive.

---

<sup>245</sup> Mancando la *true sale* dei crediti, questi continuano a essere considerati nel patrimonio dell'*originator* ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza. Pertanto la cartolarizzazione mediante l'erogazione di un finanziamento non genera effetti positivi sul bilancio. Cfr: L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002, p. 113.

<sup>246</sup> Art. 7 della relazione sul ddl n.5058 svolta dagli onorevoli Targetti e D'Amico il 1 ottobre 1998, data d'inizio d'esame del provvedimento da parte della Commissione Finanze della Camera (da non confondere con la relazione della Commissione Finanze presentata alla Presidenza della Camera dei Deputati il 22 febbraio 1999):

<<Articolo 7. - (*Altre operazioni*). - L'ambito di applicazione del presente disegno di legge è completato dal disposto dell'articolo in commento che considera, a titolo residuale, operazioni diverse dalla cessione, che realizzano pur sempre un trasferimento degli attivi. L'articolo si riferisce, in particolare, alle operazioni di *subparticipation*, di frequente utilizzo nella prassi applicativa anglosassone, consistenti nella concessione di un finanziamento all'*originator* da parte della società veicolo a fronte dell'emissione dei titoli; la restituzione di tale finanziamento viene contrattualmente condizionata al pagamento, da parte dei debitori principali, di una massa ben individuata di crediti che, pur se correlati ai titoli emessi dalla società veicolo, restano di proprietà dell'*originator*. Infatti, diversamente dalla cessione dei crediti, la tecnica della *subparticipation* non comporta il trasferimento della titolarità dei crediti.>>

<sup>247</sup> V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, p. 73.

Ne deriva dunque una tecnica oltremodo aleatoria, che trova giustificazione nella sola ipotesi in cui l'incapacità dei crediti impedisca la realizzazione di una cartolarizzazione nella forma *standard*<sup>248</sup>.

Dal punto di vista delle finalità non si persegue allora la liquidità intesa come smobilizzo di attività, bensì si ricerca un finanziamento, che tecnicamente viene condizionato nel rimborso all'adempimento di un *pool* di debitori del finanziato affinché venga ricostruita la qualità *limited recourse* della securitization "classica"<sup>249</sup>. In dottrina si è indagata la possibilità di segregare tali *asset* oggetto di cartolarizzazione dal patrimonio dell'*originator* a garanzia dei portatori dei titoli emessi dalla SCC, ma non si è riusciti ad arrivare a tale risultato senza una forzatura interpretativa della legge 130/1999.

Si è infatti proposto di leggere le norme relative alla titolarità del patrimonio come se fossero riferite alla società finanziata invece che alla SCC e le disposizioni conferenti azioni sul patrimonio come a disposizione della SCC - emittente<sup>250</sup> in luogo dei sottoscrittori dei titoli, tuttavia i commentatori più attenti hanno rilevato che in tal modo si altererebbe l'ambito soggettivo di applicazione della legge 130<sup>251</sup>.

---

<sup>248</sup> Di massima il credito è liberamente cedibile, essendo indifferente per il debitore pagare ad un soggetto piuttosto che ad un altro e rispondendo la cessione del credito alla logica della circolazione della ricchezza. Tuttavia, in base all'art. 1160 cc non è cedibile il credito avente carattere strettamente personale (es. assegno di mantenimento) o il cui trasferimento è vietato dalla legge. Le parti altresì possono stabilire convenzionalmente l'incapacità del credito, che però non sarà opponibile al terzo se non si prova che questi conosceva tale pattuizione al tempo della cessione.

<sup>249</sup> <<In definitiva la caratteristica del finanziamento di cui si tratta consiste nel fatto che la sua restituzione viene condizionata, nell'*an* e nel *quantum*, al soddisfacimento di un insieme di crediti. E la validità di clausole con la quali la restituzione di un prestito viene subordinata a un evento futuro e incerto è generalmente ammessa.>> Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, p. 453. L'erogazione del finanziamento e l'emissione dei titoli sono collegate funzionalmente, altrimenti l'attività della SCC corrisponderebbe a quella svolta da una banca e non sarebbe giustificata la disciplina speciale.

<sup>250</sup> Nell'operazione di cartolarizzazione mediante finanziamento l'emissione non può essere effettuata da società diversa dalla finanziatrice, in base alla lettera dell'art. 7.

<sup>251</sup> Si supererebbe il limite entro il quale è possibile spingere lo sforzo ermeneutico. Del resto la costituzione di un patrimonio separato, creando un'eccezione alla responsabilità illimitata prevista dall'art. 2740 cc, richiede non un'implicita bensì un'esplicita previsione legislativa, stante anche il coinvolgimento di numerosi interessi di terzi (Cfr: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 465-467). Si è provato allora a blindare i crediti mediante la figura del patrimonio destinato ad uno specifico affare, precisamente della tipologia b) dell'art. 2447-bis cc, per cui nel contratto di finanziamento di uno specifico affare è possibile convenire che al rimborso totale o parziale del finanziamento siano destinati i proventi dell'affare stesso o parte di essi, i quali – in base all'art. 2447-decies cc - vanno a costituire un patrimonio separato da quello della

Pertanto non è possibile escludere che creditori dell'*originator* aggrediscano i crediti riducendo le possibilità di soddisfacimento della SCC e conseguentemente dei portatori dei titoli, ma sicuramente è possibile impedire che un pregiudizio possa derivare dalla condotta dispositiva dei crediti da parte dello stesso *originator*.

Infatti in base alla normale disciplina codicistica (art. 1356 cc) la società per la cartolarizzazione dei crediti può compiere atti conservativi in pendenza della condizione.

Un'osservazione semplice, ma non scontata, riguarda poi l'eventualità che l'*originator* riceva i pagamenti dei debitori ma le somme vengano distratte dalla loro naturale destinazione alla SCC: in questo caso il finanziato sarà comunque obbligato al rimborso e risponderà con tutti i beni presenti e futuri come previsto dall'art. 2740 cc, a prescindere dall'uso improprio del *cash flow* degli attivi cartolarizzati.

Il compito di vigilare sulle condotte dell'*originator* per tutelare gli investitori sembra ricadere sul *servicer* dell'operazione, in base al comma 6-bis dell'art. 2, che peraltro appare interamente compatibile con l'operazione, dunque anche in materia di titoli, prospetto informativo e *rating*.

Analogamente l'art. 3 sulla società per la cartolarizzazione dei crediti risulta applicabile anche all'operazione mediante erogazione di finanziamento, pur dispiegando in questo caso minori effetti del solito, stante la mancata segregazione dei crediti dell'*originator* verso i debitori sottostanti l'operazione.

È poi evidente che le norme sulle modalità ed efficacia della cessione (art. 4 comma 1 e 2) non sono rilevanti venendo meno la cessione stessa, mentre risulta comunque opportuno mantenere la pubblicazione della notizia dell'operazione in Gazzetta Ufficiale al fine di rendere opponibile nei confronti dei terzi la costituzione del

---

società. Disponendo poi il comma 7 dell'art. 2447 decies che <<fuori dall'ipotesi di cartolarizzazione previste dalle leggi vigenti, il finanziamento non può essere rappresentato da titoli>>, sembrerebbe confermata la possibilità di utilizzare il finanziamento destinato ad uno specifico affare pro cartolarizzazione. Residua a questo punto un solo problema: qual è l'oggetto dell'affare affinché i suoi proventi siano separati e destinati al finanziatore? Si è ipotizzato lo svolgimento da parte del finanziato delle attività necessarie a realizzare la liquidazione di un insieme di crediti, tuttavia ciò permetterebbe di isolare i flussi di cassa, ma non i crediti stessi. Più realistico pensare ad una vera attività che non insista su crediti esistenti, ma che ne generi di nuovi al servizio del rimborso del finanziamento. I crediti già esistenti potrebbero al più divenire "beni strumentali necessari alla realizzazione dell'operazione" e pertanto esclusi dalle azioni dei creditori sociali - eccettuate le conservative - fino al rimborso del finanziamento o al termine massimo di questo. Sul tema: V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003, pp. 76-82.



patrimonio separato che verrà alimentato dalle somme provenienti dall'*originator*.

Deve inoltre ritenersi applicabile anche la deroga al regime fallimentare ordinario prevista dal quarto comma dell'art. 4, affinché i portatori dei titoli, sottoposti in questa operazione al duplice rischio precedentemente segnalato, possano almeno contare sull'abbreviazione del termine di revocabilità dell'atto di finanziamento nel caso di fallimento del finanziato nonché sull'abbreviazione del termine di revocabilità dei pagamenti effettuati dal finanziato al finanziatore.

Chi scrive ritiene invece difficile leggere il comma 3 del medesimo articolo come se dicesse che ai pagamenti effettuati alla società finanziatrice (la società per la cartolarizzazione) non si applica l'art. 67 della legge fallimentare, dal momento che essa, a fronte della sostituzione dei richiami prevista dall'art. 7 comma 2, risulta priva di significato disponendo che <<ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società finanziatrice non si applica l'art. 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni>>.

Nel caso di specie non si ha infatti alcuna cessione di crediti, né alcuna relazione diretta tra debitori sottostanti l'*originator* e SCC, pertanto sarebbe una forzatura cercare di impedire la revocatoria dei pagamenti dell'*originator* alla SCC, per quanto desiderabile.

Infine, *nulla quaestio* sulla compatibilità dell'art. 5 e della parte di art. 6 ancora attuale, non incidendo la struttura dell'operazione su questi aspetti sostanziali dell'emissione dei titoli e sui relativi profili fiscali.

#### **4. La cartolarizzazione mediante fondo comune di investimento**

La lettera b) dell'art. 7 comma 1 della l. 130/1999 introduce nell'ordinamento la possibilità che la cartolarizzazione dei crediti venga realizzata attraverso i fondi comuni d'investimento costituiti ai sensi del d.lgs. 58/1998<sup>252</sup>.

---

<sup>252</sup> Si dice che l'operazione non sia annoverabile come *species* nel *genus* cartolarizzazione, ma sia qualcosa di simile a tale fenomeno essendosi in presenza di una causa diversa per cui il modello del fondo sarebbe alternativo non per struttura ma per funzione a quello societario. A sostegno della tesi viene considerata la lettera della legge 130/1999 che si astiene dal qualificare la cessione a fondi comuni d'investimento come operazione di cartolarizzazione di crediti, come avviene invece nel caso

Si risolveva così definitivamente la diatriba circa la possibilità dei fondi d'investire in crediti ai sensi dell'art. 39 TUF che, secondo certa dottrina, lascia totale libertà di determinazione al regolamento dei fondi stessi.

Durante i lavori preparatori della legge 130 si era inizialmente condivisa tale posizione, salvo poi un ripensamento della Commissione Finanze della Camera che ha condotto all'attuale testo dell'art.7.

Il legislatore non ha però trattato la questione in modo esaustivo, avendo semplicemente previsto che le disposizioni della legge sulla cartolarizzazione si applichino in quanto compatibili alle cessioni a fondi comuni di investimento aventi per oggetto crediti.

Dal punto di vista legale i fondi comuni d'investimento sono organismi di investimento collettivo del risparmio basati su tre soggetti: gli investitori (c.d. fondisti), la società di gestione (SGR) e la banca depositaria.

I fondisti sono quanti mettono a disposizione i capitali attraverso i quali la società di gestione del risparmio acquisisce gli *asset* del fondo, che costituisce patrimonio autonomo distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società.

La banca depositaria, come rivela la denominazione, interviene invece a garanzia del buon esito dell'operazione, custodendo i titoli del fondo e le disponibilità liquide.

I fondi, distinguibili in aperti e chiusi a seconda della possibilità o meno di liquidazione della quota in qualsiasi momento, sono vigilati da Banca d'Italia e Consob, che contribuiscono alla regolamentazione secondaria dell'istituto<sup>253</sup>.

Il fondo per sua natura è gestito dinamicamente dalla SGR, la quale pone in essere continui investimenti e disinvestimenti nell'ottica del perseguimento del massimo utile possibile.

---

di cessione a società veicolo o erogazione di finanziamento. La differenza si rende evidente nella gestione dei crediti (dinamica nel fondo, invece che tendenzialmente statica) da cui si deriva una priorità della disciplina generale del fondo sulle norme in tema di cartolarizzazione. Seguendo codesta impostazione la cessione di crediti a fondo d'investimento costituisce cartolarizzazione solo nel caso in cui il patrimonio è investito per intero in crediti, ravvisandosi in questa situazione il correttivo che "piega" l'istituto del fondo alla cartolarizzazione dal punto di vista causale. Si veda: L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002, pp. 106-112.

<sup>253</sup> Cfr. art. 1 comma 1 lett. k) e l) del d.lgs. 58/1998 (TUF).

È pertanto lapalissiana la lontananza dal *modus operandi* della società per la cartolarizzazione dei crediti che – come si è osservato – è improntata ad un'amministrazione conservativa dei crediti.

Da ciò deriva un'estensione solo parziale delle disposizioni della legge 130 al fondo avente ad oggetto crediti, dovendosi filtrare ogni regola tendente ad un'amministrazione statica.

Dal punto di vista strutturale, il fondo di crediti deve avere il capitale sociale minimo richiesto dal TUF, e rende i portatori delle quote proprietari degli *asset* acquisiti, diversamente dalle operazioni condotte mediante società per la cartolarizzazione.

Dal punto di vista dei costi, l'operazione sembra risultare più onerosa, mentre sul piano dei rischi è a tratti perfino più pericolosa, stante la discrezionalità nelle scelte gestionali della SGR.

In base all'art. 12 del Decreto del Ministro del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 i fondi attivi in crediti possono essere costituiti solamente in forma chiusa, pertanto il rimborso delle quote può avvenire soltanto a scadenze predeterminate.

È una conseguenza della natura dei crediti in cui è impegnato il capitale, ossia beni che non si prestano ad essere liquidati in qualsiasi momento salvo dispersione di valore nominale.

Inoltre, in base al Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 (Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio), <<nel caso di fondi istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n.130, il patrimonio del fondo è investito per intero in tali crediti>>, mentre se il fondo investe in crediti ma non è stato istituito per realizzare operazioni di cartolarizzazioni l'unica limitazione è che rispetto la medesima controparte non si acquisisca un'esposizione eccedente il 20% del totale delle attività del fondo<sup>254</sup>.

A questo punto occorre soltanto verificare la compatibilità della legge 130/1999 con

---

<sup>254</sup> Le norme sono richiamate dal Titolo V, capitolo III Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, sezione V, paragrafo V "Investimenti in crediti" del Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012. Storicamente la norma sull'investimento dell'intero patrimonio in crediti è stata introdotta con il Regolamento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999, già confluito nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato con provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 e sostituito dal provvedimento dell'8 maggio 2012.

la struttura del fondo d'investimento, ovvero chiarire quali norme speciali della cartolarizzazione realizzata mediante cessione di crediti a SCC trovano applicazione anche nel caso di cessione a fondo<sup>255</sup>.

Dovendosi evidentemente sorvolare sull'art. 1 e l'art. 2 commi 1 e 2, la prima prescrizione che potrebbe essere applicabile è l'art. 2 comma 3, fissante il contenuto minimo del prospetto informativo nel caso di offerta dei titoli ad investitori professionali. Parte delle indicazioni richieste (lett. a, b, c, g, h) hanno dei corrispondenti nel TUF, mentre altre (lett. d, e, f) risultano superflue stante la natura dinamica della gestione del fondo d'investimento.

In merito all'indicazione – prevista dalla lett. i) - dei rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società veicolo, che nella situazione del fondo potrebbe essere letta nel senso dei rapporti tra cedente e SGR, si pone un'alternativa: da una parte l'accoglimento rivisitando la struttura del fondo in funzione delle cartolarizzazioni, dall'altra il rifiuto in considerazione dell'art. 12 comma 3 - parte prima - del Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 228 del 24 maggio 1999 disponente che <<il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti>>.

È infine interessante rilevare la diversa natura del documento da predisporre: nella cartolarizzazione mediante cessione di crediti a SCC si ha il prospetto informativo rispondente a finalità di controllo e informazione, mentre il regolamento del fondo ha un'attitudine anche dispositiva circa il rapporto di partecipazione allo stesso.

Per quanto riguarda invece i commi 4 e 5 dell'articolo 2 sul *rating* dell'operazione da parte di agenzie aventi i requisiti fissati dalla Consob non si immagina ragione per cui escludere tale garanzia ed attenzione per gli investitori.

Diversamente sembra che il comma 6 ed il comma 6-bis del medesimo articolo possano scontrarsi con l'impianto del fondo d'investimento, dove è già previsto un

---

<sup>255</sup> Sul tema: P. Ferro – Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005, pp. 488-494. Per una visione leggermente differente ed attenta alla superfluità di alcune norme della legge 130 a fronte di analoghe previsioni nel TUF e nella normativa secondaria relativa ai fondi d'investimento: G. Gentile, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/2000, pp. 754-778.

soggetto – la banca depositaria – per la custodia delle attività del fondo e il controllo della regolarità dell’attività della SGR.

Per conciliare TUF e l. 130/1999 si può allora ipotizzare che il controllo sulla conformità dell’operazione alla legge ed al prospetto informativo (*rectius* al regolamento del fondo) venga comunque esercitato dalla banca depositaria, mentre la riscossione dei crediti ceduti ed i servizi di cassa e di pagamento siano svolti dalla stessa banca depositaria, da un’altra banca, da un intermediario iscritto all’albo del 106 TUB, dalla SGR che si iscriva anche a tale albo oppure ancora – come nella prassi – dall’*originator* che sia una banca, un intermediario del 106 TUB oppure si iscriva all’albo del 106 TUB possedendone i relativi requisiti.

Come analizzato nei paragrafi precedenti, il primo comma dell’art. 3 impone l’esclusività dell’oggetto sociale (realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione) alla SCC ed all’emittente titoli se diversa, al fine di ridurre il rischio di fallimento come contrappeso di stringenti obblighi di capitalizzazione e limiti d’emissione.

Trasponendo tale regola nell’ambito dei fondi d’investimento si arriverebbe ad una SGR che, se opta per la cartolarizzazione di crediti, non può istituire fondi di tipo diverso: a tale proposito la dottrina è divisa.

Per quanto riguarda invece la separazione patrimoniale, il TUF perviene al medesimo risultato dell’art. 3 comma 2, mentre è inapplicabile il terzo comma circa la forma delle società veicolo.

In tema di cessione dei crediti e revocatoria fallimentare, nessun ostacolo si pone all’applicazione dell’art. 4 alla cartolarizzazione mediante fondo, mentre risulta incompatibile l’art. 5, stante la disciplina autosufficiente e priva di limiti d’emissione del fondo d’investimento.

Da ultimo in merito all’art. 6 risulta compatibile il secondo comma, mentre non va sicuramente applicato il primo comma che “tipizza” i titoli emessi ai fini delle imposte sui redditi, considerata l’assenza di dubbi circa il trattamento fiscale delle quote dei fondi<sup>256</sup>.

---

<sup>256</sup> *Nulla quaestio* circa i commi 3, 4, 5 e 6, norme temporanee che non dispiegano più effetti nell’ordinamento.

## CAPITOLO IV

### PATOLOGIE E PROSPETTIVE

SOMMARIO: 1. L'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti e la crisi dei mutui *sub-prime*. – 2. Il ruolo della cartolarizzazione dei crediti nell'evoluzione del modello *originate to hold* in *originate to distribute*. – 3. Il contesto della degenerazione del modello OTD. – 4. Basilea II e trasferimento del rischio di credito. – 5. I recenti interventi legislativi di contrasto alla crisi e all'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti. – 6. Sull'opportunità o meno di porre un limite alla cartolarizzazione. – 7. Cartolarizzazione dei crediti alle PMI e ripresa economica.

Nel precedente capitolo, per completare lo studio del *legal transplant* della cartolarizzazione dei crediti, si sono analiticamente esaminate le tre modalità operative introdotte dalla legge 130/1999.

Fino a questo punto della trattazione si è ampiamente detto dell'utilità dell'operazione per il sistema finanziario, la quale, nella sua fisiologia, consente sia all'*originator* di ottenere liquidità e gestire i rischi, sia agli investitori di impiegare il capitale in modo profittevole.

Esiste però anche uno scenario differente, rivelato dalla crisi *sub-prime* del 2007, nel cui ambito l'operazione assume una connotazione negativa per la maggior parte degli *stakeholder*.

Nel momento in cui la cartolarizzazione dei crediti ha reso possibile un nuovo modello di intermediazione creditizia, ha infatti posto le basi tanto per un potenziamento quanto per un annientamento del mercato del credito.

Affiancare all'intermediazione classica (*originate to hold*: fai il prestito e tienilo fino alla restituzione) quella finanziaria (*originate to distribute*: fai il prestito, cartolarizzalo e con la liquidità ottenuta dal mercato fai un nuovo prestito) è

conveniente a patto che non si perda l'attenzione per il merito di credito del debitore. Il ricorso al mercato dei capitali dovrebbe infatti servire a diminuire il costo del credito e a migliorare l'allocazione delle risorse, facendole pervenire a chi le sa sfruttare meglio.

Nella realtà è risultata però più attraente la possibilità di concedere credito disinteressandosi del merito del prenditore e di trarre rapidamente dalla cartolarizzazione profitti maggiori che dagli interessi.

Tale utilizzo della cartolarizzazione dei crediti è patologico, perché danneggia deliberatamente gli investitori e priva il mercato della fiducia necessaria al suo funzionamento.

A conferma di ciò nel presente capitolo si ripercorrerà la crisi finanziaria del 2007 che, originata dai c.d. mutui *sub-prime*, è divenuta poi globale ed economica.

Ad una rapida descrizione dei fatti, seguirà un'analisi dei due modelli di intermediazione creditizia i quali, si vedrà, non sono confliggenti, bensì complementari.

Si riterrà poi opportuno approfondire il contesto in cui si è resa possibile una degenerazione del modello OTD di tale proporzioni, non essendo verosimile la responsabilità esclusiva degli istituti di credito e dovendosi riconoscere la parte svolta anche da agenzie di *rating* e autorità di vigilanza.

Molti commentatori hanno rivolto critiche all'accordo Basilea 2, accusandolo di incentivare eccessivamente il trasferimento dei crediti più rischiosi, ma si vedrà che esso è in realtà apprezzabile e preferibile a Basilea 1, pur essendo necessari miglioramenti che peraltro sono già in cantiere.

Si dirà poi come si è reagito alla crisi finanziaria e, in particolar modo, quali provvedimenti sono stati adottati per contrastare l'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti: si sono riviste le regole prudenziali, si sono disciplinate le agenzie di *rating*, si sono introdotti meccanismi volti all'allineamento degli interessi di *originator* e investitori nell'operazione di cartolarizzazione (c.d. *retention rule*).

Anche la finanza si è però rinnovata e propone oggi la cartolarizzazione del rischio di credito (c.d. cartolarizzazione sintetica) la quale, ripresentando il problema della deresponsabilizzazione del finanziatore ossia della concessione di credito senza

merito, dovrà necessariamente essere esaminata, anche a fronte dell'affermarsi di certa dottrina "per un divieto della cartolarizzazione del rischio di credito".

In conclusione del capitolo e dell'opera si cercherà di immaginare un futuro per la cartolarizzazione dei crediti e, recuperando la sua funzione di soluzione a problemi di finanziamento, si proverà ad ipotizzarne un utilizzo a vantaggio delle piccole e medie imprese.

### **1. L'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti e la crisi dei mutui *sub-prime***

L'innovazione portata negli anni '70 dalla cartolarizzazione può essere assimilata all'invenzione ottocentesca della dinamite da parte dello scienziato svedese Alfred Nobel: se in un primo momento la nuova tecnica finanziaria ha giovato all'umanità risolvendo la stasi del sistema di finanziamento del mercato immobiliare angloamericano, in un secondo momento ha rivelato anche il suo potenziale distruttivo causando la più grande crisi finanziaria ed economica degli ultimi settant'anni<sup>257</sup>.

È tuttavia evidente che non si possono colpevolizzare Nobel o gli ideatori della cartolarizzazione per l'altrui utilizzo patologico di strumenti pensati a beneficio della collettività, soprattutto quando questo è stato indotto dalle stesse istituzioni derivanti dal "contratto sociale" che in teoria dovrebbe porre fine all'instabilità e insicurezza dello stato di natura.

Nel 2000 negli Stati Uniti scoppiò la bolla della *new economy*: le quotazioni delle *start up* legate all'innovazione tecnologia crollarono rivelando che la ricchezza da queste create era solo virtuale e molte delle società c.d. *dot.com*, incapaci di creare

---

<sup>257</sup> La crisi del 1929 ebbe però un'origine reale, non finanziaria, e rivelava debolezze di lunga data temporaneamente mascherate dal boom postbellico e dalla ripresa del commercio, del credito e degli investimenti negli anni 1925-1928, come osservato da P. Mathias, *Un'analisi storica nel contesto dell'attività finanziaria e bancaria*, in L. De Rosa (a cura di), "Sistemi bancari e finanziari internazionali. Evoluzione e stabilità", Laterza 2001. Per una comparazione delle due grandi crisi dell'ultimo secolo: F. Capriglione, *Crisi a confronto (1929 e 2009) : il caso italiano*, Cedam 2009.



profitti, sparirono dal mercato assieme alla fiducia e all'ottimismo degli investitori<sup>258</sup>. Le ripercussioni sulla produttività e l'economia del paese spinsero allora la Federal Reserve (Fed), la banca centrale degli Stati Uniti, a varare due manovre per contrastare la recessione e favorire la ripresa produttiva: da una parte si tagliò il tasso d'interesse sui *federal funds* (ovvero il tasso d'interesse a cui le banche si prestano i fondi della riserva federale), dall'altra venne aumentata la quantità di moneta<sup>259</sup>. Ne derivò un'iniezione di liquidità sul mercato che, incontratasi con la politica governativa a favore della proprietà della casa di abitazione e la richiesta di strumenti finanziari da parte degli investitori<sup>260</sup>, diede avvio al meccanismo perverso e circolare dell'erogazione sfrenata di credito e sua successiva cartolarizzazione<sup>261</sup>. Il problema di tale prassi consisteva nella concessione di credito ai c.d. *sub-prime*

---

<sup>258</sup> Le dot.com solo per qualche tempo hanno fruttato guadagni in conto capitale grazie alla fase rialzista della borsa derivante dalla fiducia e aggressività di investitori sprezzanti del rischio. A tale proposito: M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, Donzelli 2012, p. 105 ss.

<sup>259</sup> <<È stata l'espansione monetaria attuata dalla Fed, in seguito alla crisi della *new economy*, con il deliberato intento di attenuarne gli effetti depressivi, a favorire quella sovrabbondanza di liquidità che ha finito per cercare sbocco nei mutui *sub-prime*. E non si tratta di un episodio eccezionale: la politica espansiva in funzione anticiclica è stata una costante della Fed negli ultimi vent'anni.>> M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, p. 109. Tant'è che gli esperti parlavano di una sorta di *Greenspan put*, ossia una opzione che prende il nome da Alan Greenspan (segretario del Comitato dei Governatori della Federal Reserve dal 1987 al 2006) e per cui, se le cose vanno bene, gli intermediari finanziari incassano i profitti, altrimenti interviene la Fed attraverso il prestito e l'abbassamento dei tassi di interesse. A tale proposito: G. Ferri, *Le radici dell'eccesso di rischio e l'aggiustamento verso il futuro*, in "Analisi giuridica dell'economia", 02/2010, p. 317.

<sup>260</sup> <<Sul mercato, però, l'unico bene è quello che si vende. Gli ABS e i CDO sono stati creati per rispondere a una domanda degli investitori di tutto il mondo. È la domanda che ha creato l'offerta. (...) Ora, se si considera la questione dal lato della domanda, risulta evidente che senza un'abbondanza di investitori propensi (meglio sarebbe dire, ricalcando il termine inglese, proni) al rischio, questi titoli non avrebbero potuto essere concepiti e tantomeno commercializzati. E senza una libertà sempre più deregolamentata dei movimenti di capitali, non avrebbero potuto avere così ampia diffusione.>> M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, Donzelli 2012, p. 102.

<sup>261</sup> Negli anni '90 l'amministrazione Clinton snellì la regolamentazione sui prestiti allo scopo di rendere più facile l'ottenimento di mutui. Nel 1992 le imprese sponsorizzate dal governo (Federal Home Loan Mortgage Corporation e Federal National Mortgage Association) furono obbligate ad investire almeno il 50% in mutui alle fasce economicamente più deboli, *target* elevato al 56% nel 2001 dall'amministrazione Bush. Si voleva favorire la proprietà della casa delle minoranze e delle fasce di popolazione a basso-reddito, per risollevare l'animo di un paese abbattuto dalla recessione e dagli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001. Quando il dirigente di FNMA Enrico Dallavecchia sollevò dubbi sul *modus operandi* della società con l'amministratore delegato Daniel Mudd, questi gli rispose: <<Il mercato, gli azionisti, il congresso tutti pensano che la nostra società debba assumere più rischi, perché io devo essere il primo a dire il contrario?>>. Sul tema: F. Vella, *Il rischio: questo sconosciuto*, in "Analisi giuridica dell'economia", 01/2009, p. 163.

*borrowers*, ossia debitori non meritevoli, ad alto rischio, che si collocano al di sotto del livello *standard* in presenza del quale è presumibile il rimborso del prestito, e che venivano attratti dall'offerta di mutui a tasso variabile con rate inizialmente molto basse (*adjustable rate mortgage*)<sup>262</sup>.

D'altra parte la forte domanda di immobili faceva crescere il valore degli stessi<sup>263</sup>, al punto che chi erogava credito, illudendosi di un rialzo infinito del prezzo delle case<sup>264</sup>, trascurava il rischio d'insolvenza del debitore, contando sulla possibilità, in caso di necessità, di far valere l'ipoteca e di rivendere il bene ad un prezzo tale da permettergli di rientrare del denaro prestato unitamente alle spese concorsuali.

Sul piano del *funding*, la consistente richiesta di strumenti finanziari, anche da parte dei paesi in via di sviluppo, rendeva disponibili a costo contenuto le risorse

---

<sup>262</sup> I *sub-prime borrowers* sono quelli che si collocano al di sotto della prima scelta (*prime borrowers*). Negli Stati Uniti il sistema di classificazione dei debitori si basa su una scala da 300 a 850 punti, all'interno del quale si è collocati in base alle aspettative di rimborso. Gli istituti bancari e finanziari parlano di *sub-prime* sotto i 620/640/660 punti, laddove si collocano debitori con precedenti di insolvenza, ritardi nel pagamento, reddito instabile, minori garanzie.

<sup>263</sup> I prezzi degli immobili negli Usa sono stati in aumento fin dal 1991, ma hanno subito un'accelerazione a fine secolo, in coincidenza con lo scoppio della bolla della *new economy* e la fuga dei capitali dalle borse. Grazie ai mutui *sub-prime*, stimolati dalle politiche antirecessive della Fed e dalle politiche abitative del Governo, nell'intervallo 2000-2005 il mercato immobiliare cresce vertiginosamente, con aumento dei prezzi delle case del 58% annuo. A tale tendenza contribuisce sicuramente anche la speculazione, aiutata dal *Tax Relief Act* del 1997 che dà la possibilità ai possessori di case di valore inferiore ai 500 mila dollari di rivendere dopo due anni dall'acquisto senza pagare imposte sulla plusvalenza. A. Calabrò, F. Colombini, *Crisi e globale e finanza innovativa*, Utet 2009, pp. 20-21.

<sup>264</sup> Robert Shiller è uno dei pochi economisti che si rese conto della bolla immobiliare e dei pericoli per il sistema finanziario-economico. Cercò di avvisare le autorità e le istituzioni ma, novella Cassandra, non fu ascoltato. Era convinto dell'irrazionalità dell'idea che i prezzi delle case negli Stati Uniti potessero continuare a salire nonché sbalordito del fatto che nessuno si fosse preoccupato di fare delle previsioni sull'andamento di lungo termine dei prezzi, nonostante il rialzo infinito fosse il presupposto dell'intero mercato. Per questo costruì un indice dei prezzi delle case negli Stati Uniti risalendo fino al 1890, basandolo su immobili dalle caratteristiche costanti, ossia depurandolo dal tendenziale aumento delle dimensioni e della qualità delle case nel tempo. Inserendo l'ulteriore correzione dell'inflazione, ricavò che dal 1890 al 2000 i prezzi erano oscillati in un *range* piuttosto circoscritto, mentre l'impennata degli ultimi anni usciva da ogni schema e non trovava riscontro in nessuna epoca. Questo non poteva significare altro che si era di fronte ad un mercato immobiliare gonfiato dai mutui *sub-prime* e dalla speculazione. In realtà i prezzi delle case variano nel tempo in modo eccezionalmente lineare, e in base all'analisi statistica condotta sono molto prevedibili. La convinzione che per la crescita demografica ed economica nonché per la limitata disponibilità di terreni i prezzi delle case devono tendenzialmente aumentare è una "vecchia, mitica credenza popolare", che non tiene conto della diminuzione dei costi di costruzione e dell'abbondanza di terreni al di fuori delle città. Si dimentica peraltro la possibilità, sempre aperta, di sviluppare le costruzioni in verticale nelle metropoli. Sul tema: R. J. Shiller, *Finanza Shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea 2008, pp. 20-57.

necessarie per il finanziamento del mercato immobiliare attraverso l'emissione di *asset-backed securities*.

In principio si trattò infatti di mera cartolarizzazione di mutui ipotecari immobiliari privi di qualità, per cui era tuttavia possibile ottenere *rating* decisamente positivi grazie al *tranching* e all'aumento delle quotazioni immobiliari, mentre in un secondo momento si intrapresero anche vere opere di ingegneria finanziaria - non realizzabili in Italia ai sensi della legge 130/1999 - consistenti nell'emissione di *collateralized debt obligations* (CDO) il cui sottostante era dato da ABS (basate su mutui *sub-prime*) e crediti *prime* di differente tipologia (*leasing*, carte di credito, etc) ma anche strumenti derivati.

Si poteva così occultare il rischio di credito, in modo da migliorare il *rating* a vantaggio del collocamento delle obbligazioni a costi inferiori rispetto a quelli tradizionali<sup>265</sup>.

Si moltiplicavano inoltre le commissioni per gli operatori del settore, tanto che tutti parevano essere soddisfatti: gli investitori che incassavano le cedole delle obbligazioni, le banche e le finanziarie che producevano utili dall'erogazione del credito e dalla cartolarizzazione, i debitori che realizzavano il sogno dell'acquisto dell'abitazione.

Il castello però era stato costruito sulla sabbia al punto che alla prima marea - l'innalzamento dei tassi d'interesse, graduale dal 2005 - venne portato via, come le case dei debitori che, in quanto privi di merito di credito *ab origine*, si rivelarono incapaci di sostenere l'aumento della rata del mutuo già nel secondo semestre del 2006<sup>266</sup>.

---

<sup>265</sup> A tale proposito si rimanda a R. J. Caballero, *L' "altro" squilibrio e la crisi finanziaria*, Banca d'Italia 2009, pp. 96-102, dove viene illustrato come si possa nascondere il rischio attraverso titoli strutturati CDO. Si deve peraltro aggiungere che ad un certo punto si arrivò all'emissione dei c.d. CDO al quadrato (CDO2), ovvero titoli aventi come sottostante CDO. In una finanza basata dunque su scatole cinesi, risultava infine difficile individuare dove il rischio di credito fosse stato realmente collocato.

<sup>266</sup> Nel periodo 1997-2005 negli Stati Uniti il tasso di proprietari di alloggi salì dal 65,7% al 68,6%. L'aumento fu più forte sulla costa orientale tra gli under 35 e soprattutto tra gli ispanici e i neri. Nel periodo fra il 1998-2006 1,4 milioni di persone ha potuto acquistare la casa, ma con la crisi 2,4 milioni ne sono stati espropriati perché insolventi. Se ne ricava che l'effetto netto del piano-casa è stato negativo. Dati tratti da: M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, Donzelli 2012, p. 106; R. J. Shiller, *Finanza Shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea 2008, p. 3.

Il *cash flow* degli strumenti finanziari emessi, da fiume, diventò un piccolo torrente; pertanto gli investitori delusi iniziarono a dubitare delle ABS e degli altri titoli strutturati, smisero di comprarli e tentarono di vendere quelli che possedevano.

A cascata, questa volta di portata consistente, precipitarono il mercato immobiliare e il valore dei titoli, ponendo in difficoltà istituti bancari e finanziari.

Una parte infatti degli strumenti finanziari emessi era rimasta nel sistema finanziario, seppur nascosta nelle società veicolo (*structured investment vehicles*, c.d. SIV<sup>267</sup>) fuori bilancio degli *originator* dei mutui, i quali dovettero riassorbire le loro creature e il relativo rischio di credito, che per tutto quel tempo era stato dimenticato e nascosto, ma non certo cancellato.

Del resto il rischio di credito non si può eliminare, bensì trasferire<sup>268</sup>, operazione che non era comunque riuscita completamente tanto che gli istituti bancari e finanziari *originator* si ritrovarono con un bilancio negativo e paralizzati nell'operatività, dal momento che non soddisfacevano più i requisiti di capitale previsti dalla normativa di vigilanza.

Le regole, basate sul principio del *mark to market*, conducevano alla situazione paradossale per cui nell'attivo anche il peso dei valori mobiliari basati su un adeguato collaterale, che continuava a fornire reddito, veniva ridotto; pertanto si rendeva necessario un aumento delle riserve o una riduzione di attività.

---

<sup>267</sup> Il SIV è un veicolo che si indebita a breve emettendo *commercial paper* (ABCP) per comprare titoli lunghi (ABS, CMBS, RMBS e altri strumenti finanziari derivanti da cartolarizzazione) e lucrare la differenza fra il rendimento di questi ultimi e il costo inferiore del finanziamento a breve. Se però i titoli lunghi in portafoglio del SIV perdono valore e questo scende al di sotto delle passività (la 'carta commerciale' emessa), il SIV diventa insolvente, come è successo nella crisi *sub-prime*. C'è pure un rischio di liquidità da considerare: il SIV deve rinnovare continuamente i suoi debiti a breve e i mercati che lo riforniscono possono paralizzarsi se c'è una crisi di fiducia, la quale può anche impedire al SIV di vendere i titoli lunghi in portafoglio per far fronte ai suoi impegni a breve. In tale circostanza chi ha creato il SIV e ha disposto linee di credito a favore di questo (linee di credito che sfuggivano alle regole prudenziali di Basilea) è costretto a intervenire, facendosi carico delle perdite. Sul meccanismo dei SIV: P. Mottura, *Crisi subprime e innovazione finanziaria*, in "Bancaria", 02/2008, p.12.

<sup>268</sup> Per il Fauceglia tale principio è il presupposto di una trattazione della cartolarizzazione dei crediti, tant'è che nella monografia *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2009, p. 2, afferma: <<In questo senso può dirsi che con la cartolarizzazione dei crediti si realizza un trasferimento del rischio e non tanto la sua soppressione: la *securitisation* rappresenta un'operazione finanziaria che come tale comporta dei costi aggiuntivi imputati al "sistema", sicché è solo dalla comparazione tra questi costi ed i benefici che si attendono che se ne può affermare la positività, al fine della creazione di "nuova ricchezza".>>

La prima strada, in assenza di investimenti privati, richiedeva un intervento statale durante la cui elaborazione non si poté che percorrere la seconda opzione: la stretta creditizia fu istantanea, e in breve la crisi finanziaria statunitense (2007) diventò globale ed economica (2008), per via dell'impossibilità delle imprese di produrre, a fronte dell'assenza di risorse e in presenza di consumatori diffidenti e impoveriti<sup>269</sup>.

Inizialmente nel 2007 le emissioni di cartolarizzazioni negli Stati Uniti subirono solo una leggera riduzione attestandosi a € 2147.1 miliardi (dato solo leggermente inferiore a quello del 2006 di € 2455.8 miliardi), ma nel 2008 crollarono vertiginosamente fino a un volume più che dimezzato di € 933.6 miliardi<sup>270</sup>.

Se si scompone poi il dato totale si nota come il crollo abbia ovviamente riguardato maggiormente le emissioni ABS, CDO, CMBS e RMBS delle entità private (passate rispettivamente da € 666.9 miliardi, € 252.5 miliardi, € 168.1 miliardi, € 332.9 miliardi a € 88.7 miliardi, € 40.1 miliardi, € 8.4 miliardi e € 17.4 miliardi), mentre a mantenere in vita il mercato rimasero solamente le MBS delle imprese sponsorizzate dal governo americano (GSE), le cui emissioni si ridussero solo leggermente (da €

---

<sup>269</sup> Nel corso del 2007 i tassi d'interesse aumentano vertiginosamente, fatto che fa diventare numerose le insolvenze dei debitori *sub-prime*, iniziate nel 2006. Il mercato immobiliare consequenzialmente si sgonfia, e gli istituti bancari e finanziari si trovano a dover affrontare procedure esecutive su immobili il cui valore si riduce senza incontrare una domanda. I possessori di ABS e degli altri titoli strutturati cessano di ricevere remunerazione sugli strumenti finanziari, che pertanto messi in vendita perdono il loro valore di mercato creando ulteriori problemi al sistema finanziario che ne conservava parte e ne dipendeva in quanto a soddisfacimento dei requisiti di capitale a fronte del rischio. La stretta creditizia è immediata e due importanti *hedge funds* controllati da *Bear Stearns* falliscono. Nell'agosto 2007 la crisi finanziaria è ormai evidente. Nel settembre 2007 si scatena il panico dei depositanti di *Northern Rock*, banca inglese esposta nel settore mutui ipotecari immobiliari per via dell'annuncio della *Bank of England* di una linea di credito emergenziale concessa all'istituto, alle cui filiali si crea la coda di chi vuole ritirare i propri depositi. Nel 2008 *Bear Stearns* viene salvata dal governo statunitense, mentre due GSE (*Federal Home Loan Mortgage Corporation* e *Federal National Mortgage Association*) vengono poste sotto "conservatorship" governativa, una sorta di amministrazione controllata. Ma il punto di non ritorno è il fallimento della banca d'investimento *Lehman Brothers*, con contestuale incrinatura del dogma del "too big to fail", non sostenibile di fronte alla spregiudicatezza gestionale e agli eccessi speculativi dello specifico caso. Gli investitori, in panico, vendono velocemente i titoli posseduti e nel novembre 2008 la crisi inizia a diventare economica e recessione. È inevitabile d'altra parte il contagio all'Europa: subiscono perdite istituti come UBS in Svizzera, Unicredit in Italia, Dexia in Francia, Fortis in Benelux. Sul tema, tra i tanti contributi: M. De Poli, *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, in "Analisi giuridica dell'economia", 01/2012, pp. 49-64.

<sup>270</sup> Fonte: AFME/ESF. I *data report* trimestrali delle emissioni statunitensi ed europee realizzati dall'*Association for Financial Markets in Europe*, nata dalla fusione nel 2009 della *London Investment Banking Association* (LIBA) e della divisione europea della *Securities Industries and Financial Markets Association* (SIFMA), sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.afme.eu/Divisions/Securitisation.aspx>

984.5 miliardi a € 779.0 miliardi)<sup>271</sup>.

Dal canto suo l'Europa, che nel complesso non ha mai intrapreso la strada degli eccessi dell'erogazione del credito e sua cartolarizzazione, in un primo momento non subì gli effetti della crisi d'oltreoceano tant'è che nel 2007, con un volume di € 453.7 miliardi, le emissioni rimasero vicine al picco del 2006 (€ 481 miliardi), e nel 2008 addirittura aumentarono fino a € 711.1 miliardi, probabilmente raccogliendo capitali in fuga dagli Stati Uniti<sup>272</sup>.

Al contagio non si poteva comunque sfuggire, e nel 2009 la diffidenza degli investitori e le difficoltà si manifestarono anche sul mercato europeo della cartolarizzazione, con emissioni quasi dimezzate (€ 414.1 miliardi), e ancora in calo nel 2010 (€ 382.9 miliardi).

Per quanto riguarda l'Italia, fattori che vengono normalmente biasimati, quali il ritardo in termini di innovazione finanziaria, la diffidenza verso l'indebitamento privato e un sistema bancario ancorato al modello di *business* tradizionale, eccezionalmente vennero considerati positivamente<sup>273</sup>.

Tuttavia, se la situazione dal punto di vista delle perdite sugli strumenti finanziari è stata contenuta<sup>274</sup>, non si può parlare in termini altrettanto positivi dell'economia reale: il prodotto interno lordo è crollato, anche a fronte di una riduzione consistente

---

<sup>271</sup> CMBS: *commercial mortgage-backed securities*; RMBS: *residential mortgage-backed securities*; US ABS *issuance includes auto, credit card, home equity, student loan, equipment leases, non-jumbo mortgage, and other*. MBS: *mortgage backed-securities*, sono i mutui ipotecari immobiliari concessi dalle GSE, senza distinzione tra commerciale e residenziale.

<sup>272</sup> Relativamente all'Italia Pierluigi Morelli del settore Studi dell'ABI ha realizzato uno studio per accertare se dal 1997 in poi ci fosse stato un peggioramento del merito di credito degli affidati simile a quello osservato negli Stati Uniti che ha dato origine alla crisi dei mutui *sub-prime*. Attraverso l'analisi delle curve di sopravvivenza delle generazioni di debitori è giunto alla conclusione che non c'è stato un abbassamento della qualità dei debitori, ma al contrario lo *standard* creditizio è migliorato progressivamente dal 1997 al 2005, soprattutto in relazione alle imprese. A tale proposito: P. Morelli, *La qualità del credito in Italia: un'analisi delle curve di sopravvivenza per generazione di finanziamenti*, in "Bancaria", 05/2012, pp. 46-54.

<sup>273</sup> Cenni alle specificità dell'Italia in G. Ferri, *Le radici dell'eccesso di rischio nei decenni scorsi e l'aggiustamento verso il futuro*, in "Analisi giuridica dell'economia", 02/2010, pp. 319-320.

<sup>274</sup> Quando la crisi finanziaria scoppiò le maggiori banche italiane detenevano globalmente un ammontare limitato di titoli o di garanzie derivanti da mutui *sub-prime* o da crediti di analoga rischiosità (poco più di € 5 miliardi) e fino al fallimento di Lehman Brothers avevano registrato conseguenti svalutazioni per appena € 4,5 miliardi. Inoltre entro il 2007 i pochi intermediari finanziari legati a veicoli esterni consolidarono i bilanci e/o smobilizzarono le attività ad alto rischio. M. Messori, *Le banche italiane e le prospettive dopo la crisi finanziaria*, in "Bancaria", 12/2009, p. 3.

della domanda estera, e la disoccupazione ha raggiunto l'11,7% nel gennaio 2013<sup>275</sup>.

## **2. Il ruolo della cartolarizzazione dei crediti nell'evoluzione del modello *originate to hold in originate to distribute***

Dacché la banca esiste, la concessione di credito è sempre avvenuta a vantaggio di soggetti dotati presumibilmente di capacità restitutoria.

Il modello di *business* tradizionale, definito in letteratura come *originate to hold*, presuppone infatti che da una parte la banca raccolga risorse dalla collettività, dall'altra le presti a chi, sapendole sfruttare, le potrà presumibilmente restituire con una maggiorazione tale da premiare l'intermediario come il depositante, che è di fatto il reale prestatore<sup>276</sup>.

In questa ottica la concessione del credito comporta un rapporto di medio-lungo termine e richiede un attento *screening* iniziale del debitore come una successiva attività di *monitoring* volta a controllare che le condizioni di affidabilità accertate al momento dell'erogazione non vengano compromesse dalla successiva evoluzione di attività e di comportamenti, dal momento che si crea (*originate*) la posizione creditoria per mantenerla (*to hold*) in portafoglio fino al rimborso.

Il sistema può creare difficoltà di accesso al credito per alcuni soggetti, ma conduce in ultima analisi ad un'efficiente allocazione delle risorse e ad un miglioramento del benessere generale, grazie alla selezione dei soli prenditori meritevoli.

L'avvento delle tecniche di *securitization* ha però posto le basi per un cambiamento del sistema tradizionale di fare credito: l'istituto di credito per trarre profitto non deve più necessariamente mantenere i crediti in portafoglio fino al rimborso, ma ha

---

<sup>275</sup> Nel solo biennio 2008-2009 il PIL italiano è crollato del 6,3%. Nel biennio 2010-2011 la produzione ha ripreso a crescere leggermente, per poi diminuire nuovamente nel 2012 del 2,4%. (fonte dei dati: ISTAT)

<sup>276</sup> Ancora più appropriata appare l'espressione "*originate and hold*", dal momento che pone in risalto la paritarietà della creazione dell'attività e del suo mantenimento in bilancio, piuttosto che il rapporto di finalità, centrale invece nel modello *originate to distribute* laddove appunto la creazione avviene allo scopo di diffusione. Un uso sapiente dell'espressione "*originate and hold*" si rinviene in M. De Poli, *Le cause della crisi*, in "Analisi giuridica dell'economia", 01/2012, pp. 49-65.

la possibilità di trasferirli mediante cartolarizzazione e di ottenere subito liquidità con cui concedere nuovi crediti, guadagnando così sulle commissioni invece che sugli interessi.

È il nuovo modello di *business* c.d. *originate to distribute*, di per sé non dannoso per il sistema finanziario, dal momento che permette agli istituti di credito di ampliare l'attività di *funding* al di là del risparmio privato, trovando risorse per l'attività creditizia sul mercato dei capitali<sup>277</sup>.

D'altra parte è evidente che tale schema può deresponsabilizzare il finanziatore, nel momento in cui dà la possibilità di estendere l'attività di prestito senza assunzione di rischi in prima persona.

La degenerazione del nuovo modello di *business* trova la sua maggiore espressione nella crisi *sub-prime* del 2007 descritta, derivante dalla concessione di credito a prenditori privi di merito<sup>278</sup>.

Del resto «le insolvenze che emergeranno dopo il primo periodo, specialmente nel caso di tassi d'interesse crescenti, non saranno mai attribuite alle errate scelte iniziali, ma alle 'imprevedibili mutate condizioni dei mercati finanziari'»<sup>279</sup>.

Il "merito di credito" (*creditworthiness*), fondamento dell'intermediazione creditizia tradizionale, perse significato a vantaggio della "negoziabilità" (*marketability*) dei titoli strutturati sul credito, la quale poteva essere slegata dalla qualità del sottostante e artificialmente plasmata con il ricorso all'ingegneria finanziaria e al *credit enhancement*: quel che contava davvero erano i tempi ed i prezzi ai quali era possibile effettuare la cessione del credito ad altri operatori.

Nel procedere in tal modo il finanziatore si espone non tanto al rischio di credito

---

<sup>277</sup> A proposito delle principali differenze tra il modello di intermediazione classica e il modello *originate to distribute*: F. Cesarini, *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno alla valutazione del rischio*, in "Bancaria", 11/2009, p. 3-9.

<sup>278</sup> «Di converso, un buon creditore deve sapere apprezzare la credibilità di chi ha di fronte. Una banca, se vuole essere davvero ciò che è chiamata a essere, ossia un *intermediario finanziario*, deve in questo senso saper ragionare il credito, e concederlo solo a coloro che a suo giudizio siano capaci di far fronte agli oneri che si assumono, scremando, per esempio, fra *prime e sub-prime borrowers*, cioè fra debitori più o meno sicuri.» M. Amato, L. Fantacci, *Fine della finanza*, Donzelli 2012, p. 49.

<sup>279</sup> La politica dei mutui facili è trattata in G. Szegö, *Sulla crisi subprime*, in "Bancaria", 7-8/2009, pp. 56-58, dalle quali è tratta la citazione.



quanto al rischio di mercato, ossia di non riuscire a collocare gli strumenti finanziari derivanti dalla cartolarizzazione.

Tuttavia, ponendo attenzione alla domanda sul mercato azionario e obbligazionario, è possibile prevedere anche l'esito del collocamento di strumenti finanziari strutturati, senza contare che generalmente prima dell'emissione vengono contattati clientela abituale e investitori istituzionali al fine di circoscrivere ulteriormente la quantità dell'invenduto (c.d. *private placement*).

Il modello di *business originate to distribute* ha dunque il difetto di condurre alla deresponsabilizzazione degli istituti di credito, che vengono spinti alla ricerca dell'utile immediato a vantaggio di *manager* e azionisti (per dividendo e *capital gain*), dimenticandosi che questi hanno comunque una vita residua superiore all'esercizio contabile, al cui solo termine è possibile valutare l'effetto netto della gestione, che abbiamo già visto essere la distruzione di ricchezza.

Un danno collaterale dell'utilizzo patologico del sistema *originate to distribute* è la perdita del patrimonio di conoscenze alla base delle decisioni di affidamento come di quelle accumulate nel corso delle attività di *monitoring*<sup>280</sup>: non è un caso se dopo la crisi le banche che hanno avuto meno difficoltà sono state quelle cooperative, ossia quelle radicate sul territorio e da sempre caratterizzate dal dialogo e dalla conoscenza dell'interlocutore.

Concludendo, vale la pena ribadire che il modello di *business originate to distribute*, al pari della cartolarizzazione dei crediti, non è un mostro generato dal sonno della ragione: al contrario, può sostenere il mercato creditizio<sup>281</sup>.

È il suo patologico utilizzo che ha dato luogo alla crisi finanziaria del 2007, per la quale devono essere biasimati solamente gli autori di determinate scelte sbagliate.

Gli intermediari, accecati da logiche di profitto di breve termine, si erano illusi di

---

<sup>280</sup> <<Nel modello OTH la banca aveva forti incentivi a tenere rapporti stretti col territorio perché l'attività di *screening* e *monitoring* le era essenziale, ma quegli incentivi cadono quando la banca si struttura sul modello OTD: essa si sposterà subito del rischio di credito e i costosi investimenti per sapere vita morte e miracoli della clientela affidata non servono più.>> G. Ferri, *Le radici dell'eccesso di rischio nei decenni scorsi e l'aggiustamento verso il futuro*, in "Analisi giuridica dell'economia", 02-2010, p. 315.

<sup>281</sup> <<La finanza strutturata non è di per sé nociva per il sistema economico, ma è piuttosto l'utilizzo che ne viene fatto a risultare dannoso>>. C. Odasso, E. Ughetto, *La cartolarizzazione di brevetti nel settore farmaceutico: un'analisi fuzzy*, in "Bancaria", 02/2010, p. 39.

allontanare il rischio, che invece tornava puntualmente indietro come un *boomerang*: il modello di *business* adottato era in realtà *originate and pretend to distribute*.

Come evidenziato da Francesco Vella <<il peccato originale non è tanto nei meccanismi sui quali si è incardinato l'intreccio tra il credito e la finanza, ma nel fatto che quei meccanismi presupponevano un approccio al rischio diverso: per semplificare (...) è come se in un'auto fosse stato montato un motore ad altissima cilindrata lasciando però le ruote adatte ad una *city car*. Il problema, come molti sembrano pensare, non è quindi nel motore, ma nelle ruote. Le procedure di cartolarizzazione hanno avuto ed hanno tuttora un senso e una valenza positiva proprio in quanto consentono di suddividere e diversificare il rischio verso operatori meno sensibili agli andamenti dei tassi a breve termine sui mercati. (...) Il diavolo non stava, quindi, nella diffusione del rischio, ma nel fatto che questo stava cambiando completamente volto, spargendosi per il mondo senza che qualcuno si preoccupasse minimamente di ricostruirne la tracciabilità>><sup>282</sup>.

### 3. Il contesto della degenerazione del modello OTD

In letteratura è ormai appurato che alla crisi *sub-prime* del 2007, determinata dall'eccesso di liquidità disponibile e dall'eccessiva erogazione di credito a prenditori non meritevoli, hanno contribuito diversi altri fattori: il sistema di incentivi ai *manager* di istituti bancari e parabancari, le valutazioni degli strumenti finanziari fornite da agenzie di *rating* remunerate dagli emittenti degli stessi, l'*overconfidence* dei vigilanti che non hanno saputo o non hanno voluto riconoscere i segnali di malessere del sistema finanziario.

Per quanto riguarda il *top management* viene messo sotto accusa essenzialmente il sistema delle *stock options*, ossia delle opzioni concesse dalle imprese ai propri dirigenti in base alle quali viene data la possibilità di acquistare – a scadenze

---

<sup>282</sup> L'espressione "*originate and pretend to distribute*" è dell'economista Charles Goodhart (2008), ripresa da F. Vella, *Il rischio: questo sconosciuto*, in "Analisi giuridica dell'economia", 01/2009, p. 164. Nella stessa pubblicazione è evidenziata l'incapacità generale di percepire, misurare, monitorare il rischio, in un contesto dove - secondo l'attuale governatore della BCE Mario Draghi - sul piano dei comportamenti dominavano <<ignoranza, avidità e tracotanza>>.

predeterminate - azioni della società ad un prezzo prestabilito.

L'esercizio del diritto diventa vantaggioso nel momento in cui, essendo il prezzo di mercato dell'azione superiore a quello stabilito nell'opzione, si consegue la possibilità di *capital gain* e quindi di incrementare la propria remunerazione fissa.

Tale sistema, finalizzato a stimolare la produttività per migliorare l'efficienza e la redditività d'impresa, di fatto si tramuta in un incentivo ad assumere decisioni molto rischiose che possono portare maggiori utili e migliorare in borsa l'andamento del titolo della società nel breve periodo, ma rivelare successivamente gravissime perdite<sup>283</sup>.

È questo dunque il retroscena della flessione del modello *originate to distribute* alle logiche perverse dei mutui *sub-prime* e relativa cartolarizzazione, nel cui ambito possiamo anche distinguere le situazioni in cui i *manager* hanno agito dolosamente da quelle in cui si illudevano, comunque con colpa, di contribuire alla c.d. democratizzazione della finanza.

Con tale espressione si suole indicare l'estensione dei benefici dell'innovazione finanziaria a un numero crescente di persone, la quale sembrava finalmente realizzarsi con l'accesso di milioni di persone a basso reddito alla proprietà immobiliare.

In realtà mancavano però le istituzioni di gestione del rischio necessarie per sostenere il meccanismo finanziario sempre più complesso su cui si basavano i mutui, e la democrazia finanziaria oggi è ancora una sfida rinviata<sup>284</sup>.

Per completezza, bisogna dire che il *management* delle imprese è stato anche influenzato in larga misura dall'azione governativa volta a favorire l'acquisto della proprietà della casa di abitazione, nonché dalla regole sul patrimonio di vigilanza che

---

<sup>283</sup> A proposito della devianza delle decisioni strategiche, gestionali e operative da un sentiero di sostenibilità: P. Mottura, *Crisi subprime e innovazione finanziaria*, in "Bancaria", 02/2008, pp. 2-23. Tra le condotte più spregiudicate vi è sicuramente il c.d. *ninja banking*, ossia l'attività di concessione di credito rivolta a soggetti in condizioni di precarietà di reddito e di occupazione: *ninja* va infatti declinato come *no income – no job – no asset* (p. 10).

<sup>284</sup> A proposito delle velleità di democratizzazione finanziaria nell'ambito dei mutui sub-prime R. J. Shiller, *Finanza Shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea 2008, pp. 15-17. *Ibidem*: <<Se riuscissimo a progettare istituzioni di gestione del rischio sicure, efficaci e razionali, poste alla base della futura attività di mercato, non soltanto avremmo risolto la crisi dei mutui *sub-prime*, ma potremmo far scaturire dalle sue conseguenze le condizioni favorevoli a un più diffuso accesso agli strumenti finanziari, e quindi al progresso della democrazia finanziaria.>>

rendono oneroso il mantenimento dei crediti in portafoglio<sup>285</sup>.

La documentazione da allegare alla domanda di affidamento era stata infatti alleggerita al punto da diventare quasi una formalità, che non richiedeva nemmeno la verifica di dati fondamentali quali il reddito<sup>286</sup>.

Un ruolo essenziale è stato poi giocato dalle agenzie di *rating*, che indubbiamente si trovavano in conflitto d'interessi nel momento in cui erano chiamate a esprimere un'opinione sulla bontà di strumenti finanziari rispetto ai quali avevano precedentemente svolto attività di consulenza per l'emittente durante la strutturazione dell'operazione.

Nella psicologia collettiva il *rating* diventò comunque una sorta di garanzia: in presenza di triplice A, l'investitore si sentiva dispensato da analisi ulteriori e impegnava le sue risorse.

Sfuggiva forse ai più la natura privatistica delle agenzie, il cui fine ultimo è l'utile, non certo la salvaguardia dell'economia e degli interessi della collettività, pur non potendo prescindere in quanto a credibilità e dunque in ultima analisi esistenza<sup>287</sup>.

Sotto accusa vi sono anche i ritardi nel *downgrading* (ossia nella revisione dei giudizi prodotti al deteriorarsi degli strumenti finanziari valutati), i quali sono stati accertati da uno studio recentemente pubblicato sulla rivista Bancaria dell'ABI<sup>288</sup>.

Si è scoperto che le variazioni delle grandezze macroeconomiche non sono state nella maggior parte dei casi incorporate tempestivamente dai giudizi di *rating*, le cui

---

<sup>285</sup> Sul tema: F. Cesarini, *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno alla valutazione del rischio*, in "Bancaria", 11/2009, p.9. Si sostiene che in termini di assorbimento di capitale all'intermediario convenga un'attività di *origination* associata in tempi brevi al trasferimento dei rischi assunti rispetto al mantenimento dei rischi nel portafoglio.

<sup>286</sup> <<La percentuale dei mutui *sub-prime* sul totale dei mutui sale dal 7% del 2001 al 25% del 2005 e quelli senza un'adeguata documentazione passano dal 15% del 2000 al 45% del 2006. Alla luce di recenti studi è stato stimato che il 50% dei mutuatari dichiara un reddito del 50% superiore a quello reale (Baker, 2008)>>. A. Calabrò, F. Colombini, *Crisi e globale e finanza innovativa*, Utet 2009, p. 21.

<sup>287</sup> Sulle opacità delle agenzie di *rating*: A. Calabrò, F. Colombini, *Crisi e globale e finanza innovativa*, Utet 2009, pp. 46-49. *Ibidem*, si afferma che la SEC rilevò in diverse occasioni l'inadeguatezza delle procedure volte a stimare i *rating* dei nuovi strumenti finanziari legati al mercato dei mutui, dal momento che non si basavano su dati prospettici ma su statistiche dell'ultimo quinquennio, evidentemente gonfiate dal boom del mercato immobiliare.

<sup>288</sup> M. La Torre, F. Mango, *Securitisation degli attivi e crisi finanziarie: i ritardi nel downgrading*, in "Bancaria", 09/2012, pp. 54-67.

revisioni, se rinviate nel tempo, perdono parte o totalità del valore predittivo.

Oggi una nota positiva è data dal fatto che i valutatori, incapaci allora di cogliere correttamente i rischi delle ABS, talvolta chiudendo un occhio in modo accondiscendente, talvolta sopravvalutando la crescita delle quotazioni degli immobili, sono stati sottoposti ad una stretta regolamentare dall'Unione Europea.

Scarsa lungimiranza, o mancanza di coraggio, caratterizzava del resto anche l'operato delle autorità di regolamentazione e vigilanza che nel 2004, alla vigilia della crisi, attribuivano allo sviluppo della cartolarizzazione e del mercato dei *credit derivatives* la capacità di migliorare il profilo di rischio dei bilanci bancari con <<effetti positivi sulla solidità del sistema creditizio>><sup>289</sup>.

È evidente la difficoltà di proporre provvedimenti calmieratori nel pieno della *market euphoria* che, pur presentandosi ai più come un'onda da cavalcare, era comunque un fenomeno da tenere almeno sotto osservazione.

Si può dunque riscontrare anche presso gli stessi *regulators* un caso di *herding*, ossia di movimento unidirezionale all'interno di un gregge, che è normalmente peculiarità di investitori e risparmiatori<sup>290</sup>.

Nel gennaio 2013 sono stati pubblicati i verbali delle riunioni della Fed, dai quali sembrerebbe che, anche a crisi ormai innescata, i vertici della banca centrale non avessero colto la gravità della situazione<sup>291</sup>.

---

<sup>289</sup> A tale proposito: G. Falchi, P. Ginefra, T. Perez, *Il mercato e gli strumenti per il trasferimento del rischio di credito negli Stati Uniti*, in "Bancaria", 09/2004, pp. 55-67. Alla luce dei fatti successivi risultano decisamente sbilanciate alcune osservazioni come <<Non sembra, invece, che le banche utilizzino la cartolarizzazione per erogare crediti a imprese poco affidabili, sapendo di poter utilizzare la *securitization* per trasferire su terzi il rischio di credito (fenomeno del *moral hazard*).>> (p.58) nonché come <<Secondo la maggioranza degli operatori e delle autorità di vigilanza intervistate, la cartolarizzazione avrebbe contribuito a migliorare il profilo di rischio dei bilanci bancari. Ciò sarebbe anche testimoniato dal basso numero di sofferenze sopportato dal sistema bancario statunitense nella recente fase di recessione economica, nonostante i fallimenti di grandi conglomerati della dimensione di Enron e di WorldCom.>> (p. 59).

<sup>290</sup> M. De Poli, *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, in "Analisi giuridica dell'economia", 01/2012, p. 56. Per restare nella metafora bucolica, <<le autorità di controllo sono cani da guardia che abbaiano sotto alberi dove i gatti non ci sono più o dormono sugli steccati di ovili ormai vuoti>>, come provocatoriamente affermato in P. Mottura, *Crisi sub-prime e innovazione finanziaria*, in "Bancaria", 02/2008, p.18.

<sup>291</sup> F. Giuliana, <<La grande crisi? Una buona cosa>> *I verbali (imbarazzanti) della Fed*, in "Corriere della Sera.it", 18-01-2013. (<http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-1148507/crisi-fed-sottovaluto-situazione/>)

Si spazia dalle previsioni completamente errate del presidente Ben Bernanke («Non mi aspetto insolvenze o semi-insolvenze delle grandi istituzioni finanziarie»), dicembre 2007) e del vicepresidente Donald Kohn («Il risultato più probabile è che la crisi dei mutui sarà limitata in durata ed effetti») alla cecità d'importanti dirigenti come Frederic Mishkin (membro del *Federal Open Market Committee*, l'organismo che struttura la politica monetaria statunitense, in particolar modo attraverso il livello dei tassi d'interesse sui *federal funds*), il quale arrivò addirittura a dire che «quello che sta succedendo è una cosa buona. Eravamo preoccupati che i mercati fossero troppo ottimisti, che c'era troppa opacità e che le persone non fossero intimorite di questo. Adesso lo sono e credo si tratti di una situazione salutare.»

Bisogna allora chiedersi se la crisi non sarebbe stata meno grave intervenendo prontamente, senza continuare a negare l'evidenza e a prevedere una crescita dell'economia.

Del resto c'era stato qualche “veggente”: non solo gli economisti Robert Shiller e Nouriel Roubini, ma anche meno conosciuti *manager* di fondi di investimento come Jeremy Grantham, Bob Rodriguez e Peter Shiff che «sin dai primi anni del nuovo boom avevano percepito che qualcosa non andava, esprimendo pubblicamente tutte le loro preoccupazioni per l'arrivo del grande botto sui mercati finanziari»<sup>292</sup>.

#### **4. Basilea II e trasferimento del rischio di credito**

È opinione abbastanza diffusa tra economisti, *regulators* ed operatori del mercato che un certo contributo alla crisi *subprime* sia derivato dalle regole sui requisiti minimi di capitale introdotti dall'accordo di Basilea II<sup>293</sup>.

Se infatti negli anni '90 era comune cartolarizzare i crediti migliori a basso rendimento e mantenere in portafoglio i più rischiosi perché potenzialmente più remunerativi, in tempi recenti si è osservata un'inversione di tendenza.

---

<sup>292</sup> F. Vella, *Il rischio: questo sconosciuto*, in “Analisi giuridica dell'economia”, 01/2009, p. 162.

<sup>293</sup> Sul tema: F. Cannata, M. Quagliarello, *L'impatto di Basilea 2 sulla crisi finanziaria: fra tanti indiziati, un solo colpevole?*, in “Bancaria”, 01/2009, pp. 38-48.

In letteratura non si è esitato a spiegare il fenomeno con l'introduzione del nuovo sistema prudenziale che fa dipendere il patrimonio di vigilanza delle banche dall'effettiva qualità delle esposizioni detenute<sup>294</sup>, tralasciando però un importante dettaglio: all'epoca dei fatti vigeva ancora il sistema basato sull'accordo di Basilea I. In Europa infatti le nuove regole sono utilizzate da un ristretto numero di intermediari dal 2007, mentre l'attuazione generalizzata a tutti gli effetti è avvenuta soltanto nel 2008, a crisi ormai avviata.

È ancora più evidente la mancanza di nesso causale per gli Stati Uniti che a fine settembre 2012, secondo l'ultimo rapporto sullo stato di avanzamento nell'attuazione di Basilea III elaborato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, starebbero ancora attuando Basilea II<sup>295</sup>.

Pertanto, è chiaro come <<l'indiziato non era sul luogo di delitto o, quantomeno, è apparso in un secondo momento>><sup>296</sup>.

Fatta questa necessaria premessa, è comunque opportuno passare brevemente in rassegna le critiche che vengono normalmente rivolte al nuovo sistema prudenziale, per discriminare quelle solide da quelle infondate e pretestuose.

Innanzitutto una certa insoddisfazione viene dal mantenimento del precedente livello di capitale in relazione ai rischi peraltro misurati ora in base alla specifica esposizione e non più alla tipologia della controparte, che di fatto ha comportato una liberazione di risorse da impiegare in nuove attività.

A tale proposito, si deve rilevare da una parte che l'aumento del capitale richiesto ha come risvolto negativo la contrazione o il maggior costo del credito, dall'altra che la liberazione di risorse è apprezzabile in quanto opportunità derivante da una migliore misurazione del rischio.

Indubbiamente le regole di calcolo, le aliquote e le percentuali possono essere riviste

---

<sup>294</sup> Tra i tanti accusatori: Enzo Dia, ricercatore confermato in Economia Politica presso l'Università di Milano Bicocca, per cui <<l'adozione delle nuove regole di Basilea II ha avuto un effetto perverso sul mercato>>. E. Dia, *Il credito e l'evoluzione degli intermediari bancari*, p.116. (<http://archivio.paviauniversitypress.it/DOL/II%20credito%20e%20l'evoluzione%20degli%20intermediari.pdf>)

<sup>295</sup> Il rapporto del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è stato pubblicato nell'ottobre 2012 ed è consultabile all'indirizzo internet [http://www.bis.org/publ/bcbs232\\_it.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs232_it.pdf)

<sup>296</sup> F. Cannata, M. Quagliariello, *L'impatto di Basilea 2 sulla crisi finanziaria: fra tanti indiziati, un solo colpevole?*, in "Bancaria", 01/2009, p. 47.

(e lo saranno), ma è condivisibile l'intento iniziale di una transizione morbida da Basilea I a Basilea II.

Sul piano invece dell'interazione di Basilea II con i principi contabili internazionali di recente introduzione, i rilievi sono maggiormente condivisibili.

Si dice infatti che la valutazione al *fair value* (ossia al valore di mercato) degli *asset* generi ingenti perdite nei portafogli delle banche nei momenti di turbolenza dei mercati, obbligando a repentini aumenti di capitale o riduzione delle attività talvolta senza effettiva necessità, essendo il valore reale delle esposizioni maggiore di quello di mercato, che viene influenzato da situazioni contingenti.

La spiegazione prudenziale del meccanismo non ci appare davvero soddisfacente, soprattutto considerato il filtro esistente per il fenomeno opposto di euforia dei mercati, volto ad evitare l'irreale espansione del patrimonio da cui deriverebbe la possibilità di assunzione di maggiori rischi in nuove attività.

Non desta invece particolare preoccupazione la prociclicità del sistema di Basilea II, essendo questa una caratteristica di qualsiasi regolamentazione sul capitale, contenuta peraltro nel caso specifico con accorgimenti tra cui l'obbligo di valutare l'adeguatezza delle dotazioni di capitale in condizioni di stress.

Inoltre vengono normalmente messe sotto accusa le agenzie di *rating*, chiamate nel modello *standard* di Basilea II ad assegnare giudizi alle esposizioni delle banche che si riflettono poi nella misura di risorse da accantonare a fronte dei rischi.

Molte perplessità vertono sulla reale autonomia di giudizio e sulla metodologia di tali agenzie di credito, le cui colpe sono indubbie circa la valutazione dei titoli strutturati derivanti dai mutui *sub-prime*.

L'intervento sulle agenzie di *rating* effettivamente è necessario, e per quanto riguarda l'Unione Europea un passo avanti è stato fatto con il regolamento (CE) 1060/2009 e successive modificazioni.

In un'ottica di lungo periodo è evidente come sia preferibile l'adozione da parte delle banche di modelli interni di *rating* che, approvati dai vigilanti, suscitano maggiore affidabilità nel momento in cui legano a doppio filo operatività e vigilanza.

Quello che invece davvero manca in Basilea II è forse un effettivo utilizzo della *soft information* (informazione qualitativa), normalmente sminuita da dati contabili e statistici.



Concludendo, non si può negare come il nuovo sistema prudenziale incentivi oggi al mantenimento degli *asset* di qualità in bilancio e alla cessione delle esposizioni più rischiose, ma in un mercato vigilato ed efficiente questo non dovrebbe essere un limite del sistema finanziario ed economico.

Nel momento in cui i supervisori adempiono effettivamente ai loro doveri, il trasferimento del rischio avviene solo con la consapevolezza e volontà di chi lo acquisisce.

Il sistema finanziario non ha però fino ad oggi funzionato in tale modo, e prova ne è la crisi finanziaria ed economia tuttora in corso.

Il problema non sta però nelle regole di Basilea II, quanto piuttosto nell'assenza di ulteriori regole, ad esempio circa i veicoli fuori bilancio e le linee di credito a questi concesse.

La revisione di Basilea III sembra andare in questa direzione: un approfondimento e perfezionamento del sistema, non una condanna dell'intera filosofia<sup>297</sup>.

## **5. I recenti interventi legislativi di contrasto alla crisi e all'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti**

Nel 2008 di fronte a un sistema finanziario in panico e ad un'economia in caduta libera le autorità pubbliche di tutto il mondo corsero ai ripari.

Il primo programma per affrontare l'emergenza fu ovviamente formulato dagli Stati Uniti che, avendola causata, si trovavano nelle condizioni più difficili.

Dopo il fallimento di Lehman Brothers, il segretario del Tesoro Henry Paulson ottenne l'approvazione del piano TARP (*Troubled Assets Relief Program*), che avrebbe dovuto condurre all'acquisto da parte del Tesoro di 700 miliardi di dollari di *toxic assets*, ossia di strumenti finanziari che deprimevano i bilanci degli istituti finanziari paralizzandone l'operatività e pregiudicandone l'esistenza.

---

<sup>297</sup> A proposito: R. Masera, *Gli standard di Basilea: soluzione o concausa dei problemi di instabilità?*, in "Bancaria", 01/2012, p.3.

Il TARP fu però successivamente modificato<sup>298</sup> assumendo la forma definitiva in sei capitoli e l'acquisto dei titoli tossici lasciò ampio spazio alle ricapitalizzazioni degli istituti detentori.

Il piano emergenziale, poi largamente copiato dagli altri Stati, comprendeva da una parte interventi generali a favore delle banche d'investimento (*bank investment programs*), dei debitori per mutuo-casa (*housing*), del mercato del credito (*credit market programs*) e dell'industria dell'auto (*auto industry*), dall'altra interventi per superare due situazioni specifiche di particolare gravità<sup>299</sup>.

L'impegno complessivo pubblico fu di 418 miliardi di dollari, dei quali 387 sono già stati recuperati secondo il report del Tesoro del 23 gennaio 2013<sup>300</sup>.

La maggior parte delle risorse fu impiegata per la ricapitalizzazione degli istituti in difficoltà mediante l'acquisto di azioni privilegiate, ritenuta una strategia migliore del diffuso acquisto di strumenti finanziari tossici che, nell'ambito dei *credit market programs*, fu originariamente ridotto ad una spesa per 22.1 miliardi di dollari (*Public-Private Investment Program*)<sup>301</sup>.

Del resto si riteneva che <<*with a strengthened capital base, financial institutions have an increased capacity to lend to U.S. businesses and consumers and to support*

---

<sup>298</sup> F. Bottiglia, *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, Giuffrè 2009, pp. 32-33.

<sup>299</sup> Il piano *Investment in AIG* era rivolto interamente al colosso assicurativo American International Group che si trovava sull'orlo del fallimento, al quale non poteva essere condannato dal momento che <<*millions depended on it for their life savings and it had a huge presence in many critical financial markets, including municipal bonds. AIG's failure would have been devastating to global financial markets and the stability of the broader economy*>>, come riportato nella pagina esplicativa del programma presso il sito internet del Tesoro degli Stati Uniti (<http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/aig/Pages/default.aspx>). Da un altro punto di vista, il piano *Executive Compensation* affrontava la specifica emergenza dei compensi ai top manager delle imprese finanziarie in crisi che, noncuranti dei bilanci in perdita, avevano continuato a elargirsi bonus milionari.

<sup>300</sup> L'aggiornamento sullo stato del programma TARP è stato reso tramite una nota del Tesoro firmata da Timothy G. Massad e intitolata *Winding down TARP: A progress Report*. La nota, per cui si sarebbe già recuperato il 93% delle risorse impegnate, è consultabile all'indirizzo internet <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Winding-Down-TARP-A-Progress-Report.aspx>.

<sup>301</sup> Per riattivare il mercato del credito si preferì impostare, sempre nell'ambito dei *credit market programs*, il programma *Term Asset-Backed Securities Loan Facilities* (TALF), con la collaborazione della Federal Reserve. Il programma TALF permise agli istituti di credito di accedere a prestiti di durata dai tre ai cinque anni fornendo in garanzia ABS. Le *asset-backed securities* non venivano immediatamente comprate dal Tesoro e dalla Federal Reserve, che però si riservavano la possibilità di far valere i propri diritti su di esse in caso di mancata restituzione dei prestiti.

*the U.S. economy*>>, quindi si impegnarono in questa direzione 245 miliardi di dollari (attraverso il CPP, *Capital Purchase Program*, uno dei cinque *bank investment programs* del TARP), oggi interamente restituiti con una maggiorazione di 23 miliardi.

Le azioni privilegiate sottoscritte infatti prevedevano un dividendo del 5% annuo, che dopo 5 anni sarebbe salito al 9%: l'obiettivo era quello di rendere conveniente l'aiuto nel momento di difficoltà e, contemporaneamente, di stimolare il riacquisto del capitale da parte dell'istituto superata la crisi.

Tale facoltà era comunque data anche prima dei cinque anni, come al Tesoro era data la possibilità di rivendere le azioni qualora avesse incontrato acquirenti.

Un ulteriore possibile guadagno per il contribuente americano potrà poi venire in futuro dai *warrant* che il Tesoro detiene e che derivano dalle azioni privilegiate sottoscritte: i *warrant*, attribuendo la possibilità d'acquisto di azioni ordinarie ad un prezzo di favore, costituiscono una sorta di premio finale per l'aiuto dato verso il recupero della redditività.

Oltre agli interventi sugli strumenti finanziari e il capitale sociale<sup>302</sup>, un altro importante aspetto del TARP è il piano *Housing*, ideato per intervenire nel settore immobiliare in crisi<sup>303</sup>.

Le svalutazioni delle case e l'aumento dei tassi d'interesse non solo avevano eliminato dal mercato i mutuatari *sub-prime*, ma mettevano a rischio anche la proprietà di debitori più prudenti che avevano calcolato il rischio di un innalzamento

---

<sup>302</sup> Tali interventi vengono normalmente definiti "salvataggi", in inglese "*bailout*", termine che prima del 1950 indicava solamente l'azione di un pilota che si paracaduta fuori da un aeroplano in pericolo. Nelle recenti circostanze quella del salvataggio pubblico è stata una scelta obbligata e necessaria, per quanto biasimevole. Il *bailout* infatti deresponsabilizza gli operatori del mercato, convincendoli di poter assumere rischi esagerati (*moral hazard*) giacché nel momento di difficoltà saranno aiutati dalle casse pubbliche. È evidente anche il rischio di deresponsabilizzare coloro che abituati al rispetto delle regole si vedono trattati come chi, in spregio di ogni norma, ha per anni conseguito considerevoli profitti. Sul tema: R. Shiller, *Finanza Shock*, p. 59-65. Contro la rete di sicurezza pubblica anche G. Szegö, *Sulla crisi subprime*, in "Bancaria", 7-8/2009, p. 63, dal momento che questa incentiva le banche a massimizzare i rischi nella speranza di aumentare i profitti, ossia a ridurre il rapporto tra capitale e rischio, politica che equivale a <<ridurre i sostegni ad un ponte, se coperto da assicurazione>>.

<sup>303</sup> Sulle misure prese (acquisto di titoli tossici, ricapitalizzazione pubblica, rinegoziazione dei mutui) si veda anche A. Calabrò, F. Colombini, *Crisi e globale e finanza innovativa*, Utet 2009, pp. 72-77.

delle rate del mutuo, ma non di tali proporzioni.

Nei confronti di questi soggetti, il cui aiuto è economicamente oltre che socialmente opportuno, intervenne allora lo Stato con sovvenzioni pubbliche incentivando le banche alla rinegoziazione del mutuo e alla sospensione dei pignoramenti: si rielaborarono le scadenze o il valore stesso del credito, che era stato gonfiato dalla bolla immobiliare, con l'obiettivo del <<*making home affordable*>><sup>304</sup>.

Sulla scia degli Stati Uniti si sono mossi gli altri paesi, tra cui l'Italia all'interno di un'Unione Europea che non ha saputo dare una risposta concreta unica al di là dell'accordo dei capi di Stato e di Governo dell'area euro su un piano d'azione concertato per far fronte alla crisi finanziaria (12 ottobre 2008).

Nell'autunno del 2008 il governo italiano si attivò con una serie di provvedimenti volti ad affrontare la necessità ed urgenza del caso: dapprima il decreto legge 155/2008 del 9 ottobre e il decreto legge 157/2008 del 13 ottobre poi accorpati e modificati dalla legge di conversione 4 dicembre 2008 n.190<sup>305</sup>, successivamente il decreto legge 185/2008 del 28 novembre<sup>306</sup>.

I primi due decreti appaiono privi di efficacia concreta, costituiti da norme che volevano solo autorizzare il Ministro dell'Economia e della Finanze a garantire la ricapitalizzazione delle banche in crisi, le passività e il rifinanziamento delle stesse come i depositi nel caso di peggioramento della situazione: si riteneva allora che la predisposizione di strumenti avrebbe calmato i mercati e la borsa nella quale i titoli delle maggiori banche italiane erano stati sospesi per eccesso di ribasso il 6 ottobre 2008.

È invece diverso il caso del decreto legge 185/2008, il quale è una vera risposta alla

---

<sup>304</sup> *Making home affordable* è tra l'altro il *nomen omen* del programma del piano *Housing* dedicato a tutti i proprietari di case in difficoltà. Il secondo programma all'interno del pacchetto di misure a sostegno dell'abitazione, *Hardest Hit Fund*, era rivolto invece alle famiglie più gravemente colpite dalla crisi economica.

<sup>305</sup> In base alle integrazioni compiute in sede di conversione gli interventi di sottoscrizione di aumento di capitale o di garanzia dovevano essere effettuati entro il 31 dicembre 2009 tenendo conto delle condizioni di mercato. Le azioni detenibili dallo Stato potevano essere prive di diritto di voto e riscattabili dall'emittente, ma privilegiate nella distribuzione di dividendi rispetto a tutte le altre categorie di azioni.

<sup>306</sup> Sul tema: M. Cera, *La crisi finanziaria, le banche e l'intervento dello Stato fra leggi, ibridisimi e prefetti*, in "Analisi giuridica dell'economia", 01/2009, pp. 37-51.

preoccupazione diligente, nel momento in cui all'art. 18 autorizza il Ministro dell'Economia e delle Finanze ad intervenire a sostegno dell'economia attraverso la sottoscrizione di particolari strumenti finanziari (privi dei diritti dell'art. 2351 cc) emessi da banche italiane con azioni quotate sui mercati regolamentati (o dalle società italiane capogruppo di gruppi bancari con azioni quotate), eventualmente convertibili in azioni ordinarie su richiesta dello stesso emittente, che può pure riservarsi la facoltà di rimborso o di riscatto.

Tali strumenti ibridi si presentavano come più onerosi, ma meno intrusivi nell'assetto proprietario<sup>307</sup>, e sono funzionalmente paragonabili alle azioni privilegiate sottoscritte dal Tesoro americano per sostenere l'attività creditizia del richiedente: di fatto si stimola comunque una ripatrimonializzazione al servizio dell'economia reale, dal momento che tali strumenti finanziari sono computabili nel patrimonio di vigilanza e hanno lo stesso grado di subordinazione delle azioni ordinarie<sup>308</sup>.

L'analogia prosegue nel momento in cui, nelle condizioni per la sottoscrizione da parte dello Stato di tali strumenti finanziari, vi è anche l'adozione da parte delle banche emittenti di un codice etico contenente tra l'altro previsioni in materia di politiche di remunerazione dei vertici aziendali (cfr: programma TARP - *Executive Compensation*).

Tra le altre condizioni rilevanti, precisate nel decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 25 febbraio 2009, vi sono poi l'economicità complessiva dell'operazione, l'assunzione di impegni circa il credito a famiglie e imprese nonché l'adozione di politiche dei dividendi che favoriscano la patrimonializzazione.

---

<sup>307</sup> La legge 190/2008 prevedeva infatti la sottoscrizione di azioni privilegiate da parte dello Stato a condizione tra l'altro del varo di un programma di stabilizzazione e rafforzamento della durata di almeno tre anni approvato dalla Banca d'Italia e non modificabile salvo parere favorevole del Ministero dell'Economia e delle Finanze. È facile capire allora perché la legge 190/2008 non abbia avuto applicazioni pratiche. Cfr: M. Messori, *Le banche italiane e le prospettive dopo la crisi finanziaria*, in "Bancaria", 12/2009, p. 4.

<sup>308</sup> <<In buona sostanza, vengono ripatrimonializzate le banche bisognose, si agevola il mercato del credito, non s'impegna lo Stato ad investire, almeno fin d'ora, nel capitale azionario delle banche, ma anzi si rende possibile un più che positivo ritorno economico per le casse pubbliche per il caso, prevedibile di graduale ritorno alla normale operatività per le banche sottoscrittrici. In effetti, la prospettiva sembra essere quella di "bilanciare la stabilità strutturale delle banche con la loro funzione di servizio all'economia reale" in coerenza con le linee tracciate a livello di Unione Europea (Dolmetta 2009)>> M. Cera, *La crisi finanziaria, le banche e l'intervento dello Stato fra leggi, ibridismi e prefetti*, in "Analisi giuridica dell'economia", 01/2009, p. 45.

Nonostante la seconda fase d'intervento governativa fosse simile a quella realizzata negli altri Paesi dell'Unione, eccezion fatta per l'assenza di un'istituzione pubblica intermedia per la ricapitalizzazione, nell'autunno del 2009 solo il Banco Popolare Italiano aveva concluso l'*iter* per l'emissione degli strumenti finanziari per un importo di € 1,45 miliardi, mentre i pochi altri gruppi bancari che avevano formalizzato la richiesta decidevano infine di abbandonare la procedura<sup>309</sup>.

Si iniziava infatti a prospettare allora un'alternativa più conveniente che ad oggi è una tendenza in crescita: il rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea tramite la c.d. autocartolarizzazione.

La BCE aveva infatti disposto che dal 15 ottobre 2008 le operazioni di rifinanziamento settimanale fossero condotte mediante asta a tasso fisso (ridotto progressivamente fino all'1% del 13 maggio 2009 anche per le operazioni a più lungo termine) con piena aggiudicazione dell'importo richiesto, a fronte delle quali potevano essere date in garanzia una serie di attività precedentemente escluse dalla lista del collaterale accettato, tra cui spiccano gli strumenti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione<sup>310</sup>.

Alle banche risultò allora più conveniente guardare all'interno del proprio portafoglio che rivolgersi allo Stato: presto ricominciarono a strutturare operazioni il cui risultato, le ABS, per la prima volta non erano destinate al mercato e al trasferimento del rischio, bensì al mantenimento di questo e al sostegno di linee di liquidità per l'operatività corrente, da cui l'espressione "autocartolarizzazione".

A partire dal giugno 2009 la BCE organizza anche operazioni di rifinanziamento speciali di durata annuale, la prima delle quali portò da sola all'assegnazione di 442 miliardi di euro a 1121 banche.

Esaurita la panoramica sugli interventi emergenziali posti in essere da Italia e Stati Uniti, è opportuno ora soffermarsi sull'attività di "prevenzione" effettuata allo scopo

---

<sup>309</sup> Sulle scelte del settore bancario: M. Messori, *Le banche italiane e le prospettive dopo la crisi finanziaria*, in "Bancaria", 12/2009, p. 6. Nel novembre 2008 Unicredit ha effettuato una cartolarizzazione per quasi 24 miliardi di euro, tra la fine del 2008 e inizio del 2009 Intesa San Paolo tre cartolarizzazioni per 20 miliardi di euro, mentre altri istituti nell'intero 2009 hanno compiuto complessivamente operazioni per 11 miliardi di euro.

<sup>310</sup> Sul tema: I. Banfi, L. Di Pasquali, *L'operatività della Banca Centrale Europea negli anni della crisi*, in "Bancaria", 7-8/2012, pp. 86-96.

di evitare la riaffermazione dell'utilizzo patologico della cartolarizzazione dei crediti. A tale proposito vengono sicuramente in rilievo le modifiche all'accordo di Basilea II apportate nel luglio del 2009 (c.d. Basilea 2,5), le quali a livello d'Unione Europea sono state parzialmente trasfuse in una serie di direttive (2009/27/CE, 2009/83/CE, 2009/111/CE) complessivamente note come "CRD II" che hanno rivisitato in ultima analisi la direttiva 2006/48/CE (*Capital Requirements Directive*).

Nel gennaio 2011 con il settimo aggiornamento alla circolare 263/2006 ("Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche") di Banca d'Italia le modifiche alla CRD sono state recepite anche nell'ordinamento italiano<sup>311</sup>.

I principali interventi possono essere riassunti in quattro punti:

- 1) Introduzione di requisiti organizzativi per gli intermediari coinvolti in operazioni di cartolarizzazione (cedente, promotore, investitore);
- 2) Introduzione della c.d. *retention*, ossia dell'obbligo di trattenere una quota di rischio nell'operazione (c.d. interesse economico netto) al fine di favorire l'allineamento tra gli interessi del cedente o promotore e quelli dell'investitore finale;
- 3) Introduzione di regole per la verifica del significativo trasferimento del rischio di credito a terzi da parte del cedente, presupposto per il riconoscimento dell'operazione di cartolarizzazione a fini prudenziali;
- 4) Revisione del trattamento prudenziale di alcune tipologie di esposizione (linee di liquidità) verso la cartolarizzazione per tenere conto del loro effettivo profilo di rischio.

Il comune denominatore dell'operazione compiuta è la volontà di porre le condizioni per far ripartire e mantenere solido il mercato della cartolarizzazione, eliminandone però i fallimenti e le criticità emersi nel corso degli ultimi anni<sup>312</sup>.

---

<sup>311</sup> Delle modifiche vennero poi apportate dal 8° aggiornamento del 18 novembre 2011 e dal 10° del 21 dicembre 2011. L'adattamento alle disposizioni della direttiva non ha imposto la revisione di norme di rango primario.

<sup>312</sup> << È emersa a livello internazionale l'esigenza di promuovere interventi finalizzati a favorire la ripresa del segmento delle cartolarizzazioni, il cui sviluppo non patologico costituisce un importante tassello nei mercati finanziari. Pertanto, sono stati concentrati gli sforzi al fine di una revisione del vigente impianto normativo, volta – *in primis* – a promuovere il riallineamento degli incentivi tra *originator* e investitore, e a mitigare i profili di rischio insiti nelle operazioni della specie.>> S. Faccenda, G. Manzelli, *Il ruolo e i limiti della retention nel trattamento prudenziale delle*

Ecco allora spiegata l'introduzione della *retention*: se la degenerazione del modello *originate to distribute* ha avuto tanta parte nella crisi finanziaria del 2007, un possibile strumento di prevenzione potrebbe essere l'obbligo per il cedente (o il promotore dell'operazione di cartolarizzazione) di mantenere in bilancio una quota del rischio dell'operazione, per stimolarlo a generare *asset* di qualità.

Il mantenimento dell'interesse economico netto si può realizzare in differenti modalità:

- a) detenendo una quota almeno pari al 5% del valore nominale di ciascuna *tranche* ceduta o trasferita agli investitori;
- b) nel caso di cartolarizzazione di attività rotative mantenendo "ragioni di credito del cedente" in misura almeno pari al 5% del valore nominale delle attività cartolarizzate;
- c) mantenendo il 5% del portafoglio cartolarizzato con esposizioni che possono rientrare nello stesso, selezionate con processo causale nell'ambito di un *pool* di attività composto da almeno 100 esposizioni in base ad elementi di natura qualitativa e quantitativa;
- d) detenendo la *tranche* che copre la prima perdita e se necessario ulteriori *tranche* di grado uguale o peggiore fino al 5% del valore nominale delle attività cartolarizzate.

Il valore dell'esposizione da mantenere va determinato all'inizio dell'operazione e non può essere diminuito.

La modalità eletta non può essere modificata, salvo circostanze eccezionali le quali impongono una comunicazione agli investitori e non devono comportare una sostanziale violazione dell'obbligo.

Per ciascuna operazione di cartolarizzazione la *retention* può avvenire ad opera del cedente o del promotore, il quale interviene preferibilmente nel caso di operazioni *multioriginator*, per le quali l'interesse economico netto andrebbe altrimenti ripartito tra tutti i cedenti in proporzione alla quota di attività cedute, con relativo aumento dei

---

*cartolarizzazioni*, in "Bancaria", 09/2011, p. 67. Si rimanda all'intero articolo per un'attenta spiegazione del meccanismo della *retention* e della sua introduzione negli Stati Uniti (Dodd-Frank Act del 2010) come nell'Unione Europea (CRD II). In chiusura, si pongono interrogativi circa la validità della taglia unica dell'interesse economico netto da mantenere: *one size fits all?*



costi di *compliance*<sup>313</sup>.

Secondo una relazione preliminare sull'analisi d'impatto del recepimento della direttiva CRD II la *retention* non costituirà un problema per le banche italiane, già abituate a mantenere un interesse nelle operazioni realizzate, mentre potrebbe creare difficoltà negli Stati Uniti<sup>314</sup>.

Sempre nell'ottica di evitare il riproporsi del passato (l'assunzione di rischi tramite ABS il cui sottostante era difficilmente valutabile) deve leggersi il divieto per gli intermediari di assumere posizioni verso operazioni di cartolarizzazione per le quali non si disponga o si ritenga di non disporre di informazioni sufficienti per rispettare gli obblighi di natura organizzativa che si sostanziano in obblighi di *due diligence* e obblighi di monitoraggio.

Con l'espressione *due diligence* si intende l'analisi approfondita dell'operazione di cartolarizzazione della quale si vogliono acquisire strumenti finanziari emessi.

Per quanto concerne invece il monitoraggio, questo deve essere costante una volta compiuto l'investimento in ABS, e comporta anche prove di stress di cadenza perlomeno annuale per valutare i rischi connessi alla posizione detenuta nei peggiori scenari possibili.

La banca, in caso di mancato rispetto degli obblighi di natura organizzativa, può essere sanzionata con l'applicazione sulle esposizioni detenute verso la cartolarizzazione di un fattore di ponderazione aggiuntivo tra il 250% e il 1250% determinato dalla Banca d'Italia.

Per contrastare la concessione di credito senza merito, si impone ora a cedente e promotore (qualora attivo nella concessione e gestione di crediti della medesima tipologia di quelli cartolarizzati<sup>315</sup>) di seguire i medesimi criteri nell'erogazione e gestione dell'attività, a prescindere dalla loro destinazione finale (mantenimento in

---

<sup>313</sup> I costi di *compliance* sono quelli sostenuti per rispettare la normativa e che, incidendo inevitabilmente sulla convenienza di un'operazione finanziaria, ne determinano il successo o meno.

<sup>314</sup> *Recepimento delle modifiche alla direttiva 2006/48/CE Disposizioni di vigilanza prudenziale in materia di cartolarizzazione. Relazione preliminare sull'analisi di impatto. Banca d'Italia, 10/2010, p.8.* ([http://www.osservatorioair.it/wp-content/uploads/2009/08/BI\\_AIR\\_cartolarizzazione.pdf](http://www.osservatorioair.it/wp-content/uploads/2009/08/BI_AIR_cartolarizzazione.pdf))

<sup>315</sup> Diversamente il promotore verifica che i criteri di concessione e gestione adottati per le attività cartolarizzate siano prudenti e chiaramente definiti.

bilancio o cartolarizzazione).

Infine, con un nuovo trattamento delle linee di liquidità, si intende rimediare all'espedito dei veicoli fuori bilancio che investono in ABS servendosi dell'appoggio dell'ente che li ha originati, il quale però non deve avere patrimonio a garanzia dei rischi sopportati dalle sue creature ma soltanto attivare della linee di liquidità, che venivano sottovalutate dalla normativa di vigilanza.

La questione non è di poco conto, in quanto, come si è visto nel 2007, le società veicolo possono mettere in crisi gli enti di riferimento nel momento di difficoltà.

Basilea 2,5 rimedia al problema, e l'Italia specificamente lo fa alzando dal 20% al 50% il fattore di conversione delle linee di liquidità idonee usato per giungere "all'imponibile" al quale si applica il fattore di ponderazione per il calcolo del patrimonio di vigilanza richiesto.

Viene peraltro eliminato anche il trattamento favorevole per le linee di liquidità disponibili in caso di generale turbativa dei mercati (fattore di conversione passa dal 20% al 100%), mentre rimane invariato (fattore di conversione pari a zero) il trattamento per le linee di liquidità revocabili.

Sempre nell'ottica della prevenzione è stato inoltre emanato il regolamento (CE) 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating*, il quale cerca di porre rimedio agli errori di valutazione e ai ritardi di *downgrading* avvenuti nel corso della crisi *sub-prime*.

Le misure adottate, che intervengono su conflitto d'interessi, qualità dei *rating*, trasparenza e *governance* delle agenzie, sono da subito dichiarate suscettibili di miglioramento, tant'è che una modificazione è già intervenuta con regolamento (UE) 513/2011, mentre altre sono attualmente in fase di lavorazione<sup>316</sup>.

Per tutelare gli investitori e i mercati finanziari si è innanzitutto prevista la registrazione delle agenzie presso l'Autorità Europea per i Valori Mobiliari (AEVM), la quale è concessa a seguito di uno scrutinio che comprende anche le metodologie utilizzate per elaborare i *rating* nonché le politiche e procedure adottate per gestire eventuali conflitti d'interesse.

In assenza di registrazione non è possibile comunicare al pubblico o distribuire tramite abbonamento i *rating*, a meno che non si ricorra ad una delle due procedure

---

<sup>316</sup> Si veda G. Carriero, *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, in "Europa e diritto privato", 03/2012, p. 873 ss.

previste dal regolamento per le agenzie aventi sede in paesi terzi, le quali presentano comunque requisiti altrettanto rigorosi.

L'emissione del *rating* non deve essere influenzata da conflitti d'interesse o relazioni d'affari, per il cui contrasto sono previsti particolari requisiti organizzativi ed operativi.

I membri indipendenti del consiglio d'amministrazione non possono essere retribuiti in base ai risultati economici, mentre il collegio nel suo complesso (o il consiglio di sorveglianza) deve garantire l'indipendenza dell'attività dell'agenzia.

È prevista una comunicazione generale delle metodologie e modelli che vengono utilizzati, a vantaggio della qualità e trasparenza dell'attività.

Il problema del mancato aggiornamento dei *rating* viene invece affrontato attraverso l'obbligo del monitoraggio periodico dei giudizi emessi e di revisione almeno con cadenza annuale.

Vi sono altresì obblighi di comunicazione e trasparenza, nonché la sottoposizione alla vigilanza dell'AEVM, che in presenza di violazioni del regolamento può avviare un'indagine al termine della quale può comminare sanzioni che spaziano dall'ammenda alla revoca della registrazione, ferma restando la responsabilità civile nei confronti degli investitori.

## **6. Sull'opportunità o meno di porre un limite alla cartolarizzazione**

La trattazione fin qui svolta consente di avere consapevolezza delle complessità della struttura della cartolarizzazione, come della positività dell'operazione quando, non piegata a meccanismi *originate to distribute* distorti, ha ad oggetto crediti di qualità.

La crisi vissuta dal 2007 non può infatti essere imputata alla cartolarizzazione in sé, ma piuttosto alle persone che l'hanno snaturata conducendo infine il mercato al collasso.

In tale ottica è pertanto importante lavorare sulla cultura del top *management*<sup>317</sup> di

---

<sup>317</sup> Cfr. F. Cesarini, *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno alla valutazione del rischio*, in "Bancaria", 11/2009, p. 16. <<Gli attesi mutamenti dell'assetto

banche ed intermediari finanziari, ossia di chi determina in ultima analisi la qualità del credito erogato valutando il merito di credito del prenditore<sup>318</sup>.

Sicuramente è utile intervenire sul trattamento troppo favorevole delle plusvalenze realizzate tramite *stock option*, come è stato fatto ad esempio in Italia con il decreto legge 112/2008 che ha eliminato l'imposta sostitutiva del 12,5% e ripristinato il sistema della tassazione ordinaria per scaglioni, mentre un altro contributo potrebbe venire dalla revisione del meccanismo di deliberazione delle remunerazioni, come avvenuto recentemente in Svizzera<sup>319</sup>.

Infatti, una volta eliminati i condizionamenti che spingono il *management* alla sola considerazione del breve periodo, la concessione di credito senza merito resterebbe sempre possibile, ma molto meno attraente<sup>320</sup>.

---

regolamentare e prudenziale potranno dispiegare i loro effetti solo se e quando riusciranno ad incidere non marginalmente sugli assetti organizzativi degli intermediari e a modificare comportamenti e cultura del *top management*.>>

<sup>318</sup> Al centro della concessione del credito dovrebbe tornare il merito, come ha suggerito, ma non imposto, la direttiva 2008/48/CE nel momento in cui ha introdotto l'obbligo di valutazione del merito creditizio nell'ambito del credito al consumo. Il provvedimento europeo aveva in origine un obiettivo più ampio quale il "prestito responsabile", che però è stato ridimensionato in corsa d'opera. Per il principio del "prestito responsabile" il finanziatore dovrebbe stimare preventivamente il merito creditizio e la solvibilità del consumatore, scegliendo l'operazione creditizia conforme alle esigenze ed alla situazione patrimoniale e finanziarie del medesimo. In caso di assenza di merito il finanziatore sarebbe obbligato a non concedere credito, per non incorrere in ipotesi di responsabilità per danni. Si metteva dunque in discussione il principio di autoresponsabilità del consumatore, e l'assioma per cui il rimborso del capitale anticipato è nell'interesse delle banche, che però non tiene conto della standardizzazione dell'attività bancaria, degli importi contenuti del credito al consumo, dei costi per l'attività di *screening* e dei modelli di stima delle perdite sulle esposizioni, per cui a fronte di un certo numero di operazioni la perdita su alcune è fisiologicamente accettabile e compensata dai profitti su altre. Il principio del prestito responsabile, contenuto nella proposta di direttiva del 2002 sul credito al consumo, è stato criticato in dottrina ed infine abbandonato nella direttiva 2008/48/CE, la quale ha sancito unicamente l'obbligo di verifica del merito creditizio del consumatore (art. 8) e di fornire chiarimenti al consumatore (art. 5 comma 6), dai quali però non deriva un obbligo di non finanziare in presenza di giudizio negativo, ma al più la necessità di informare il consumatore sulla sua situazione di accertata non meritevolezza. Nel caso in cui il prestito venga accordato comunque ma senza informativa, il finanziatore potrebbe incorrere in pretese risarcitorie da parte dello stesso consumatore danneggiato dal sovraindebitamento. La direttiva è stata attuata dal d.lgs. 141/2010, che ha modificato il capo II del titolo VI del TUB. Sul tema: G. Piepoli, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 01/2013, pp. 38-67.

<sup>319</sup> Il 3 marzo 2013 tramite *referendum* d'iniziativa popolare la Svizzera è intervenuta sul *management* delle aziende svizzere quotate alla borsa nazionale o in quelle straniere. Il 68% dei votanti si è detto favorevole a limitare ad un anno il mandato dei membri del consiglio d'amministrazione, nonché ad attribuire la decisione sulla loro remunerazione agli azionisti, e non più agli stessi *manager*.

<sup>320</sup> Eccezion fatta per il caso in cui la banca concede credito negoziando strumenti finanziari

Questo perché attualmente le esposizioni rischiose se mantenute in bilancio sono molto onerose dal punto di vista del capitale di vigilanza richiesto, mentre sono difficili da trasferire mediante cartolarizzazione tradizionale per via della diffidenza degli investitori che, memori della scottatura recentemente subita, prestano maggiore attenzione alla tipologia di crediti cartolarizzati.

Certamente è possibile rendere più appetibile l'ABS con tecniche di *credit enhancement*, ma appare difficile trovare un supporto esterno ad un prezzo che renda ancora conveniente l'operazione per l'*originator*, mentre qualora la garanzia fosse interna si rischia di non raggiungere il beneficio dell'alleggerimento del bilancio ai sensi delle nuove disposizioni di vigilanza, che sono state riviste relativamente ai criteri per la verifica del trasferimento a terzi del rischio di credito in misura significativa<sup>321</sup>.

Parimenti, con riferimento all'espedito dei veicoli fuori bilancio, appare difficile che si replichi il sistema di creazione, da parte degli *originator* dei crediti, di veicoli SIV emittenti *commercial paper* breve per l'acquisto di titoli ABS lunghi basati su un sottostante scadente, dal momento che anche questi veicoli non incontrano più il *favor* del mercato di una volta, e sono peraltro più costosi per l'ente di riferimento a seguito della revisione delle ponderazioni delle linee di liquidità nell'ambito degli accordi di Basilea.

Tuttavia vi è ancora la possibilità della strutturazione di *collateralized debt obligations* (CDO), strumenti finanziari che derivano dalla cartolarizzazione di crediti,

---

(ambito TUF) dove come mandatario deve raffigurarsi e perseguire l'interesse del cliente anche a discapito del proprio fino all'astenersi dal finanziare, la banca è libera nella concessione di credito, incontrando il solo limite dell'interesse di terzi. Nel caso di credito al consumo (cfr: nota 318) sembra che debba segnalare la valutazione negativa di merito creditizio al richiedente, ma non incontra comunque un vero e proprio divieto di erogazione. Il limite dell'interesse dei terzi nella concessione di credito si consacra in quelle ipotesi, individuate da giurisprudenza e dottrina, in cui la banca, sapendo o dovendo sapere dell'insolvenza (non semplice crisi) del cliente, dovrebbe astenersi dal finanziare per non recare pregiudizio agli altri creditori del richiedente in termini di deterioramento del patrimonio del debitore, di prescrizione di azioni revocatorie e di nascita di nuovi crediti in capo a soggetto già insolvente. A tale proposito: D. Maffei, *Molteplicità delle forme e pluralità di statuti del credito bancario nel mercato globale e nella società plurale*, in "Le nuove leggi civili commentate", 04/2012, p. 727 ss.

<sup>321</sup> Cfr: Circolare 263/2006 ("Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche") di Banca d'Italia.

obbligazioni, ABS e anche derivati<sup>322</sup>.

Con tale strumento finanziario - non generabile in Italia in quanto la legge 130/1999 ammette la sola cartolarizzazione di crediti – si possono ancora assumere rischi eccessivi attraverso credito senza merito e occultarli grazie all’annacquamento in *asset* di migliore qualità e alla complessità dello strumento finanziario<sup>323</sup>.

Chi scrive ritiene però che sia compito dell’investitore distinguere tra un buon CDO - il quale in linea di massima può permettere una proficua diversificazione d’investimento e per altro essere sorretto da garanzie reali che certo sottostante reca con sé - dal CDO tossico, analizzandone attentamente la struttura, dovendosi al più intervenire *de iure condendo* sull’informazione disponibile.

D’altra parte nella crisi *sub-prime* tanta parte hanno avuto le scelte affrettate basate sulla fiducia nelle valutazioni, rivelatesi poi approssimative, delle agenzie di *rating* che però oggi, perlomeno in Unione Europea a seguito del regolamento (CE) 1060/2009 e successive modificazioni, dovrebbero operare più professionalmente.

In ogni caso, l’ultima parola sull’investimento spetta sempre e comunque all’investitore<sup>324</sup>.

C’è anche da dire che gli investimenti più azzardati nell’ultima crisi sono stati compiuti da intermediari finanziari con l’obiettivo di arbitraggi sul capitale e di massimizzazione del profitto, ossia da soggetti che non ignoravano i rischi, ma semplicemente li trascuravano “trafficcando con il denaro di altri”.<sup>325</sup>

È dunque evidente di nuovo come il problema principale sia davvero la cultura del

---

<sup>322</sup> A proposito di CDO e variazioni sul tema (CLO e CBO): P. Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell’economia*, Giappichelli 2009, pp. 57-82.

<sup>323</sup> Se lo *screening* del sottostante di una ABS è complesso ma fattibile e permette alla fine di sapere quali crediti cartolarizzati sono *performing* e quali no, la stessa operazione è più difficile in un CDO dove il credito di pessima qualità è nascosto nel substrato del sottostante (ABS).

<sup>324</sup> Cfr: P. Mottura, *Crisi sub-prime e innovazione finanziaria*, in “Bancaria”, 02/2008, p. 21. Il modello *originate to distribute* è ottimale nella distribuzione e frazionamento di *asset* con relativi rischi connessi fra un numero elevato di investitori, a condizione che i rischi degli *asset* originari siano rigorosamente calcolati dai rispettivi produttori, che i rischi degli *asset* intermedi o derivati rispondano a stringenti requisiti di tracciabilità ed il tutto sia accettato consapevolmente dagli investitori.

<sup>325</sup> Per dirla con Émile Zola <<*ça finit toujours mal, quand on trafique avec l’argent des autres*>> (L’Argent, 1891).

*top management*, sulla quale si sta intervenendo e si dovrà continuare a lavorare.

L'ultima frontiera dell'erogazione di credito e di trasferimento del relativo rischio a terzi è però oggi rappresentata dagli strumenti finanziari *credit linked notes*, architrave della c.d. cartolarizzazione sintetica che, seppur non realizzabile nell'ordinamento italiano<sup>326</sup>, ha già richiamato l'attenzione e le critiche di certa dottrina<sup>327</sup>.

Lo schema *standard* prevede che l'*originator* di un credito lo mantenga nel proprio bilancio, ma si assicuri contro il rischio di insolvenza del debitore stipulando un contratto derivato (*credit default swap*) con una società veicolo, la quale in cambio di un premio vende protezione, finanziandosi sul mercato dei capitali con l'emissione di *credit linked notes*, ossia cartolarizzando il rischio di credito.

Da un punto di vista tecnico il CDS prevede che nel momento in cui si verifichi uno specifico *credit event* (o *trigger event*: può essere l'insolvenza del debitore, ma anche solo il deterioramento dell'esposizione) il venditore di protezione (*protection seller*) - nel caso specifico il veicolo - effettui il pagamento in luogo del debitore al compratore di protezione (*protection buyer*); se invece non si verifica il *trigger event*, l'investitore nelle *notes* ottiene i premi corrisposti dal *protection buyer* oltre alla restituzione del capitale che per tutta la durata dell'operazione è stato depositato presso una banca terza<sup>328</sup>, investito in titoli sicuri, risultando dunque anche incrementato dal rendimento *medio tempore* ottenuto.

Tale cartolarizzazione del rischio di credito a prima vista non sembra da biasimare, anzi ci appare di gran lunga preferibile della semplice stipulazione di CDS *unfunded* su portafoglio crediti, dal momento che quest'ultima permette ad esempio alle

---

<sup>326</sup> Attualmente in Italia può essere liberamente stipulato un *credit default swap* su base non finanziata, mentre si incontra un ostacolo nella l. 130/1999 per la stipulazione dello stesso derivato su base finanziata, per cui si deve ricorrere ad una società veicolo di diritto straniero per l'emissione delle *notes*.

<sup>327</sup> Sulle operazioni sintetiche tra derivati di credito e cartolarizzazione: P. Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Giappichelli 2009, p. 83 ss.

<sup>328</sup> Presso tale banca si costituisce un "fondo di garanzia", di modo che i venditori della protezione (sottoscrittori delle *credit linked notes*) assumano il rischio ceduto dall'*originator*, ma non anche il rischio di solvibilità dello stesso: nel caso in cui non si verifichi il *credit event*, il capitale potrà essere restituito facilmente e velocemente agli investitori, senza necessità di collaborazione del *protection buyer*.

banche di diminuire il patrimonio di vigilanza ma senza un'effettiva copertura del rischio, che invece nel caso di cartolarizzazione è garantita dal fatto stesso dell'emissione dei titoli con cui si raccolgono preventivamente i capitali.

È infatti già stato rilevato in dottrina come un problema attuale sia costituito piuttosto dai derivati su base esclusivamente consensuale (non finanziata), per i quali i vari ordinamenti non prevedono un rigoroso trattamento prudenziale nel bilancio del *protection seller*, fatto che comporta dunque l'assunzione di rischi in una misura superiore a quella sopportabile<sup>329</sup>.

Chi acquista la protezione si sta accordando con un pompiere dotato di un estintore caricato a metà: non può sapere se nel momento del bisogno la difesa a disposizione sarà sufficiente.

Invece, nel connubio di cartolarizzazione e derivati creditizi, l'unico vero problema può aversi nel momento in cui la protezione viene venduta non in relazione a crediti che rimangono nel bilancio dell'*originator*, bensì in relazione a titoli strutturati CDO, come in parte avvenuto anche nella recente crisi *sub-prime*<sup>330</sup>.

È possibile infatti che nei CDO si nascondano crediti di pessima qualità, il cui rischio,

---

<sup>329</sup> Si dice che la giustificazione "ideologica" del CDS starebbe nella presunta funzione economico-sociale svolta da tale contratto come strumento razionalizzatore-stabilizzatore del mercato del rischio sottostante: i terzi estranei al rapporto creditizio sarebbero capaci di percepire più obiettivamente il rischio contribuendo così a contenerne il costo entro margini ragionevoli nell'interesse generale. Purtroppo, tale teoria non corrisponde alla realtà, dal momento che la protezione tramite CDS è normalmente venduta da un numero limitato di intermediari (*hedge funds*, banche d'investimento, ..) talché il mercato dei rischi è di fatto un oligopolio che tende a gonfiare artificialmente i rischi e quindi i costi della copertura offerta la quale, per converso, può risultare poi inadeguata dal momento che i *protection seller*, non essendo vigilati, non seguono precise regole in materia di attività e contabilità, pertanto tendono a mantenere riserve in misura modesta grazie ad appostazioni di bilancio ampiamente discrezionali con *fair value* basato su modelli interni slegati dal rischio effettivo che il venditore stesso si accolla. Tali criticità non intaccano invece la cartolarizzazione sintetica nella quale il CDS è utilizzato allo scopo, non speculativo, di frazionare o parcellizzare il rischio effettivo tramite l'emissione delle *notes*: il rischio di credito sottostante è reale (non ipotizzato o replicato contrattualmente) riguardante l'effettivo titolare del credito (l'*originator*) che acquista da una base allargata di fornitori (sottoscrittori) la protezione dal proprio rischio di credito. Il rischio non viene artificialmente moltiplicato come di regola nei derivati su base non finanziata (per la scorrelazione degli acquirenti di protezione dai debitori e la reiterabilità del derivato), ma frazionato e collocato sul mercato. Sul tema diffusamente E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 06/2009, p. 652 ss, nonché più concisamente C. Rucellai, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in "Giurisprudenza commerciale", 03/2012, pp. 376-379.

<sup>330</sup> Cfr: R. Tarolli, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in "Giurisprudenza commerciale", 06/2008, p. 1169 ss.



se di norma è trasferito ai sottoscrittori dei titoli - i quali si diceva prima dovrebbero essere più scrupolosi - con la cartolarizzazione sintetica passa ulteriormente di mano, ad altri investitori, in relazione ai quali può essere però riproposta l'osservazione fatta ai primi: di fronte ad eccessiva opacità, non è consigliabile investire, né tantomeno si è obbligati.

È contrario alla cartolarizzazione del rischio di credito, accusata di deresponsabilizzare nuovamente gli istituti erogatori di credito, il Prof. Fabio Merusi dell'Università di Pisa, il quale nel 2009 pubblicò sulla rivista "Banca, borsa, titoli di credito" un articolo dall'emblematico titolo <<Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito>><sup>331</sup>.

In tale contributo il meccanismo di trasferimento progressivo ed incontrollato del rischio di credito viene definito <<una moderna e sofisticata catena di S. Antonio destinata a provocare il ben noto effetto domino>>, la quale deve essere spezzata quantomeno a livello di Unione Europea, che potrebbe così dare l'esempio anche a chi ha dato origine al problema, ossia gli Stati Uniti<sup>332</sup>.

È condivisa la convinzione di Merusi che il meccanismo delle "scatole cinesi" e delle continue traslazioni dei rischi possa complicare in modo eccessivo e mettere in pericolo il sistema finanziario globale, ma il rimedio prospettato ci appare eccessivo. Un divieto generalizzato non tiene conto infatti dell'utilità delle cartolarizzazioni sintetiche virtuose, ossia di quelle in cui il CDS ha come controparte il titolare dei crediti<sup>333</sup> e non un terzo che sta compiendo una speculazione<sup>334</sup>.

---

<sup>331</sup> F. Merusi, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 02/2009, pp. 253.263.

<sup>332</sup> Appare invece problematico un intervento legislativo nazionale, il quale avrebbe poco effetto e potrebbe essere solo uno strumento transitorio in attesa di un intervento dell'Unione Europea. Si ipotizza pure la modalità d'intervento, che potrebbe concretarsi in un regolamento o in una direttiva *self-executing*, con il ricorso alla tecnica delle clausole generali (ad esempio: <<è vietata sotto qualsiasi forma la traslazione del rischio di credito>>), dal momento che un preciso divieto in relazione all'operazione o ai titoli emessi sarebbe facilmente aggirabile grazie alla poliedricità dell'ingegneria finanziaria.

<sup>333</sup> <<Insomma, laddove il CDS assolve la funzione di trasferire il rischio da una banca *originator*, titolare del relativo credito, a uno SPV, regolato e vigilato, che non lo assume a proprio carico né tantomeno lo moltiplica, ma al contrario lo fraziona e distribuisce, in base al programma pubblicato dal prospetto informativo, a un'area allargata di sottoscrittori di *credit linked notes* emesse dallo SPV medesimo, e destinate alla libera circolazione sul mercato, le citate preoccupazioni della dottrina non avrebbero motivo di manifestarsi. La cartolarizzazione sintetica rende certa l'uscita di cassa per i sottoscrittori e quindi la protezione per la banca *originator* acquirente>> C. Rucellai,

Chi scrive ritiene ben più pericolosi i CDS su base consensuale non finanziata scambiati in mercati non regolamentati, sui quali sarebbe davvero necessario intervenire *de iure condendo*, come evidenziato da anni in dottrina e recentemente compreso anche dalle autorità<sup>335</sup>.

Certamente un intervento legislativo sarebbe apprezzabile anche in ambito di cartolarizzazioni sintetiche, ma innanzitutto per permetterle<sup>336</sup>, in un secondo momento per stabilire che, nel momento in cui viene trasferito il rischio di credito legato a titoli strutturati (CDO), sia davvero assicurata l'informazione all'investitore, attraverso veri obblighi di *disclosure* in capo all'emittente delle *credit linked notes*. Si potrebbe chiedere al prospetto informativo di illustrare analiticamente il rischio

---

*Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in "Giurisprudenza commerciale", 03/2012, p. 380.

<sup>334</sup> La speculazione è possibile dal momento che il derivato può essere venduto anche ad un soggetto diverso dal creditore e persino più volte a fronte della stesso sottostante.

<sup>335</sup> Sulle quattro linee di intervento individuate dal *President's Working Group on Financial Markets* (PWG) in un documento redatto nel 2008 su richiesta del presidente G. Bush e sulle posizioni di G. Gensler per la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTM): E. Barcellona, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in "Banca, borsa e titoli di credito", 06/2009. I punti principali sono: *disclosure* di prezzi e volumi di derivati scambiati; istituzione di una o più stanze di compensazione centralizzate che supervisionino le negoziazioni e garantiscano le compensazioni fra gli aderenti al sistema; norme di condotta, trasparenza e prescrittive di adeguati margini di solvibilità o vincoli di capitale.

A livello europeo procede oggi in tale direzione il reg. (UE) 648/2012 c.d. "Regolamento EMIR" (*European Market Infrastructure Regulation*), con il quale è iniziata una riforma degli strumenti derivati *over the counter* (OTC), ossia negoziati fuori dai mercati regolamentati. I punti principali del nuovo sistema di regole sono: obbligo di negoziare attraverso una camera di compensazione autorizzata i derivati che superino una certa soglia di rilevanza per dare trasparenza, liquidità, garanzia contro l'insolvenza della controparte; obbligo di appostare determinati livelli di garanzie collaterali a margine delle esposizioni in relazione ai derivati OTC per cui non si ricorre alla stanza di compensazione; obbligo di documentare la conclusione delle operazioni e di procedere secondo scadenze predefinite alla riconciliazione dei portafogli delle varie operazioni in derivati in essere tra le controparti, per verificare che non vi siano disallineamenti o differenze; obbligo di depositare tutte le informazioni sul contratto presso degli archivi a disposizione delle autorità di vigilanza. In seguito all'approvazione da parte del Parlamento Europeo degli *standard* tecnici elaborati dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) il 15 marzo 2013 ha avuto inizio la prima fase di applicazione del regolamento EMIR, che dovrebbe raggiungere il pieno regime nel 2014.

<sup>336</sup> << È pertanto opportuno che questa legge sia ora integrata per prevedere anche la cartolarizzazione dei soli *rischi* di credito, ovvero la cartolarizzazione sintetica, affinché anche le nostre banche dispongano di questa opzione alternativa nel quadro del proprio (e nostro) ordinamento. A tal fine l'*originator* e la società di cartolarizzazione prevista dall'art. 3 della legge medesima (..) dovrebbero essere abilitati a stipulare non soltanto contratti di cessione di crediti ma anche contratti di *credit default swap* (..) per la cessione dalla banca originator allo SPV del solo *rischio* di crediti>>. C. Rucellai, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in "Giurisprudenza commerciale", 03/2012, p. 373.

per cui si vende protezione con il denaro degli investitori, soffermandosi attentamente sul sottostante del CDO da cui viene il *cash flow* che in caso di interruzione dovrà essere ripristinato, focalizzando inoltre l'attenzione sulla componente ABS, in relazione alla quale sarebbe opportuno indagare anche il livello inferiore di *asset* e garanzie.

La cartolarizzazione sintetica in un mercato efficiente ed informato ci appare vantaggiosa per gli investitori, che hanno a disposizione nuove possibilità di investimento, per le banche, che possono cedere i rischi senza i crediti ad un giusto prezzo mantenendo il rapporto con la clientela affidata e liberando patrimonio di vigilanza, nonché per il sistema finanziario complessivo, nel momento in cui <<rappresenta un efficace strumento di disintermediazione che stana lo *shadow banking* e lo porta alla luce, se non del sole quanto meno del mercato>>, che <<torna a fare il suo mestiere>> di certificatore dei costi e dell'effettività dei rischi ceduti come della protezione acquistata<sup>337</sup>.

## **7. Cartolarizzazione dei crediti alle PMI e ripresa economica**

Attualmente i volumi di titoli emessi negli Stati Uniti sono dimezzati rispetto al periodo precedente la crisi *sub-prime*, sostenuti praticamente dalla sole agenzie sponsorizzate dal governo (GSE), mentre nell'Unione Europea si è tornati al quantitativo precedente il *boom* del 2008.

Se il dato statunitense può essere accettabile alla luce dell'eliminazione degli eccessi dell'attività creditizia che prima della crisi gonfiarono indubbiamente il mercato, la riduzione europea risulta meno comprensibile considerata anche la qualità degli *asset* e delle operazioni realizzate in passato.

Certamente una certa influenza viene dalla crisi economica tuttora in corso, con annesse difficoltà delle imprese e riduzione dei consumi.

A tale proposito un possibile intervento legislativo potrebbe allora riguardare il

---

<sup>337</sup> C. Rucellai, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in "Giurisprudenza commerciale", 03/2012, pp. 381-382.

mercato della cartolarizzazione dei crediti alle piccole e medie imprese (PMI), le quali soprattutto in Italia sono tradizionalmente al centro dell'economia e vivono attualmente gravi problemi di liquidità<sup>338</sup>.

I prestiti alle PMI sono di solito esclusi dalla cartolarizzazione, in quanto generalmente sono d'importo limitato, motivo per cui l'operazione richiede un consistente quantitativo di crediti, che tra l'altro non sono particolarmente graditi dagli investitori ed analisti i quali hanno maggiori difficoltà nel valutare crediti afferenti debitori non quotati, privi di *rating* e talvolta anche in regime di contabilità semplificata.

Per ovviare a tali problemi in Spagna ed in Germania si è pensato di fornire garanzie statali sul rimborso dei titoli emessi in seguito a cartolarizzazione di prestiti a PMI, così da assicurare gli investitori e creare le condizioni per lo sviluppo del settore<sup>339</sup>.

Ovviamente il promotore deve strutturare operazioni con *asset* di qualità, soddisfacendo requisiti fissati dalla legge.

L'idea di fondo è che dopo una serie di operazioni concluse con successo il mercato raggiunge un certo livello di fiducia per cui lo Stato può anche non prestare più garanzie sui titoli emessi, vinta la diffidenza degli investitori nei confronti delle PMI.

Il beneficio per le PMI si ha poi in termini di accesso al credito, nel momento in cui il programma di garanzia prevede il reinvestimento di parte della liquidità ottenuta dall'*originator* nel medesimo segmento di clientela ceduta.

Anche gli investitori hanno convenienza ad acquistare titoli garantiti dallo Stato quando sono banche sottoposte ai requisiti di capitale di Basilea, dal momento che tali attivi beneficiano di coefficienti di ponderazione nulli.

In materia è esemplare il programma Ftpyme (*Fondo de titulización pequeñas y*

---

<sup>338</sup> In base ai criteri per la definizione di media impresa della Raccomandazione 2003/361/CE (meno di 250 addetti e un fatturato annuo tra 10 e 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio tra 10 e 43 milioni di euro) in Italia vi sono 65 PMI ogni 1000 abitanti rispetto alla media europea di 40. Cfr: I. Lorenzon, M. Lucchetta, L. Pelizzon, *Il credito bancario alle imprese: le dinamiche prima e durante la crisi*, in "Bancaria", 02/2011, p. 23.

<sup>339</sup> Sul tema: L. Erzegovesi, E. Broccardo, *Cartolarizzazione dei prestiti alle Pmi e politiche pubbliche: l'esperienza spagnola*, in "Bancaria", 11/2007, pp. 45-51.

*medianas empresas*)<sup>340</sup>, avviato in Spagna nel 1999, il quale ricomprende nel portafoglio da cartolarizzare prestiti concessi a imprese non finanziarie localizzate in Spagna, di durata maggiore di un anno e per il 50% riferiti a PMI<sup>341</sup>.

La garanzia dello Stato in passato riguardava integralmente le *tranche senior* dei titoli emessi (doppia A o migliore) e parzialmente alcune *tranche* subordinate, mentre attualmente la copertura è stata ridotta alle classi superiori dei titoli emessi fino all'80% dell'importo<sup>342</sup>.

Le perdite manifestate negli anni sono comunque rientrate nei tassi di *default* medi, a riprova dell'irrazionalità delle riserve e timori sul settore.

L'esperienza spagnola è dunque un ottimo riferimento per l'Italia come per l'Europa, in un momento storico in cui l'intervento pubblico, considerato inevitabile, si realizza spesso a caro prezzo per il contribuente: il sostegno al mercato della

---

<sup>340</sup> *Qué son los Fondos de Titulización PYME – FTPYME? Los fondos de titulización de activos son un mecanismo de transferencia de riesgo (préstamos o créditos) que lleva asociada la generación de liquidez para el cedente (cajas de ahorros ó bancos). Para que un fondo de titulización pueda ser considerado un FTPYME:*

- *Se deben titularizar (ceder al fondo) préstamos o créditos concedidos a empresas no financieras domiciliadas en España de los que al menos el 50% deberán haber sido concedidos a PYMES. Estos préstamos o créditos deben tener un plazo de amortización inicial no inferior a un año.*
- *Las entidades financieras que cedan estos préstamos o créditos, deben reinvertir al menos el 80% de la liquidez obtenida por esta cesión en nuevos préstamos o créditos para PYMES en un plazo de 2 años. Al menos el 50% de la reinversión ha de realizarse en el primer año.*

*Los bonos emitidos por los fondos FTPYME con calificación AA, Aa, equivalente o superior, pueden obtener un aval por parte del Estado a través del Tesoro Público de hasta un 80 % de su importe. Todos los valores (bonos) emitidos por un fondo de titulización que sean avalados por el Estado deben negociarse en un mercado oficial español de valores.*

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa  
Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

(<http://www.ipyme.org/es-es/Financiacion/FondosTitulizacionfinanciacion/Paginas/TitulizacionFinanciacion.aspx>)

<sup>341</sup> Dal 2005 sono apparse le prime operazioni di cartolarizzazione di prestiti alle PMI senza garanzia pubblica. I volumi, superiori a quelli visti nell'ambito del programma Ftpyme, dimostrano come l'iniziativa pubblica può creare la fiducia del mercato. Tra il 2005 e il 2007 gli *originator* che hanno promosso operazioni senza garanzia sono soggetti che hanno in precedenza aderito almeno una volta al programma Ftpyme, attraverso il quale dunque si son fatti conoscere e si sono costruiti un'immagine di affidabilità.

<sup>342</sup> Nel 2011 sono stati emessi titoli (*bonos*) per € 3.68 miliardi, con una garanzia statale per € 1.66 miliardi. Della liquidità ottenuta le banche devono impiegare €2.95 miliardi per nuovi prestiti alle piccole e medie imprese (PYMES) entro due anni, di cui almeno €1.47 miliardi nel primo.

cartolarizzazione dei prestiti alle PMI può essere un volano per l'economia senza alcun impegno di cassa a carico del bilancio statale<sup>343</sup>.

---

<sup>343</sup> Sull'inesistenza di un mercato della cartolarizzazione dei prestiti alle piccole e medie imprese e sull'esigenza di farlo nascere con l'aiuto dello Stato (o dell'Unione Europea) che si assuma una parte del rischio di credito: G. Tabellini, *L'ora di agire*, in "Il sole 24 ore", 04-05-2013, p. 1.

## **APPENDICE I**

### *SCHEMA DI DISEGNO DI LEGGE PER LA CARTOLARIZZAZIONE*

*(Cosimo Rucellai)*

Articolo 1 - Veicoli finanziari a destinazione speciale a scopo di cartolarizzazione. La separazione del portafoglio dei crediti ceduti.

È consentita la costituzione di società per azioni aventi natura di veicolo finanziario a destinazione speciale al solo scopo di realizzare un'operazione di cartolarizzazione.

Per cartolarizzazione, consentita ai sensi della presente legge, si intende la emissione di obbligazioni da parte del veicolo, per raccogliere fondi al solo fine di acquistare pro-soluto un portafoglio di crediti destinato a garantire in via esclusiva la restituzione del capitale e degli interessi spettanti ai portatori dei titoli obbligazionari così emessi.

Possono cedere pro-soluto un portafoglio crediti al veicolo a fini di cartolarizzazione i soggetti indicati all'art. 2. Il portafoglio crediti ceduto costituisce patrimonio di destinazione autonomo, segregato a tutti gli effetti dal patrimonio del veicolo. I fondi costituiti dal portafoglio crediti ceduti non possono essere distratti dal fine di garanzia dei portatori dei titoli obbligazionari emessi e non possono formare oggetto di esecuzione da parte di soggetti diversi dai portatori dei titoli obbligazionari.

Il veicolo non può intraprendere operazioni ulteriori o comunque diverse dalla cartolarizzazione, identificata dall'acquisto pro-soluto da una società, in una o più riprese entro 12 mesi dal primo acquisto, salvo il rimpiazzo rotativo di cui all'art.2, di un portafoglio di crediti destinati a garantire in via esclusiva la contestuale emissione obbligazionaria.

L'emissione obbligazionaria deve essere effettuata, in una o più riprese entro 12 mesi dalla prima emissione e contestualmente all'acquisizione pro-soluto, per un valore nominale complessivo non inferiore a .....miliardi di lire e per scadenze non inferiori a 12 mesi.

Alle operazioni di cartolarizzazione non si applica l'art. 2410 codice civile.

Il veicolo deve essere costituito nella forma della società per azioni e deve

ricomprendere nella denominazione sociale le parole “società per azioni a destinazione speciale”. Il capitale sociale del veicolo può essere pari al capitale minimo previsto dal codice civile per azioni.

#### Articolo 2 - Crediti cedibili al veicolo finanziario.

Possono cedere pro-soluto portafogli crediti al veicolo a fini di cartolarizzazione:

- banche e società componenti di gruppi bancari;
- società di assicurazione;
- società di leasing;
- società che effettuano operazioni di prestito (compreso in particolare il credito al consumo, il credito con garanzia ipotecaria, il factoring, ...);
- .....
- .....

I crediti compresi nel portafoglio ceduto devono avere scadenza pari o anteriore a quella dei titoli garantiti dal portafoglio stesso. I crediti a scadenza anteriore possono essere rotativamente rimpiazzati da altri crediti purché con scadenza pari o anteriore a quella dei titoli garantiti.

#### Articolo 3 - Gestione dell'emissione obbligazionaria, del portafoglio crediti e della riscossione.

Il veicolo dovrà demandare:

- a) ad una banca la gestione dell'emissione obbligazionaria ed i servizi di cassa e di pagamento a favore dei portatori dei titoli garantiti;
- b) alla stessa banca o ad altra società componente del gruppo bancario o ad una SIM o a un soggetto iscritto nell'elenco speciale di cui all'art. 107 Legge bancaria, la gestione del portafoglio crediti, nell'interesse dei possessori dei titoli garantiti, nei periodi intercorrenti tra la riscossione dei crediti compresi nel portafoglio ceduto e i pagamenti dovuti ai possessori dei titoli garantiti, nonché la tenuta delle scritture contabili relative al portafoglio redatte ai sensi dell'art. 5 della Legge 23 marzo 1983 n. 77 e successive modificazioni ed



integrazioni, in quanto applicabili;

- c) al cedente la gestione della riscossione dei crediti ceduti sotto la sorveglianza di una delle società di cui alle lettere a) e b) che potrà, a suo criterio, decidere di avocare a sé medesima la gestione stessa.

Il veicolo deve essere componente del medesimo gruppo della banca di cui alla lettera a) ovvero della società di cui alla lettera b), se diversa.

Il cedente non può detenere né assumere partecipazioni nel veicolo neppure per tramite di società fiduciaria o per interposta persona.

È fatto divieto agli amministratori, dipendenti e sindaci della società cedente o di società dalla stessa controllate o ad essa collegate di ricoprire qualsiasi carica nel veicolo. Analogo divieto si applica agli amministratori, dipendenti e sindaci delle società di cui la società cedente sia controllata o alla quale sia collegata.

#### Articolo 4 - Rafforzamento della garanzia dei titoli obbligazionari emessi.

Il veicolo potrà stipulare contratti finalizzati al rafforzamento della garanzia costituita dal portafoglio crediti.

La Banca d'Italia prevede, con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, la gamma degli strumenti contrattuali consentiti.

#### Articolo 5 - Scrutinio del portafoglio crediti.

L'idoneità del portafoglio crediti da cedere a garanzia dell'emissione obbligazionaria potrà essere scrutinata e classificata da una società professionale italiana o estera specializzata ad hoc, iscritta all'albo nazionale delle società di valutazione crediti istituito presso la Banca d'Italia.

Qualora il portafoglio crediti non sia munito di tale classificazione, o questa sia inferiore a ....., l'operazione di cartolarizzazione sarà soggetta all'autorizzazione della Banca d'Italia.

La Banca d'Italia stabilisce, con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, le modalità di presentazione della domanda di iscrizione all'albo di cui al comma 1, gli elementi informativi che la domanda deve contenere, i documenti che

devono essere forniti in allegato, nonché le modalità di svolgimento dell'istruttoria.  
Il medesimo regolamento conterrà disposizioni attuative dell'art. 3 e del secondo comma del presente articolo.

#### Articolo 6 - Vigilanza.

Il veicolo è assoggettato a vigilanza ed alla disciplina delle crisi ai sensi della Legge bancaria.

#### Articolo 7 - Disposizioni tributarie.

I redditi delle obbligazioni garantite dal portafoglio crediti sono assoggettati ad una ritenuta a titolo d'imposta pari al 12,50%.

#### Articolo 8 - Altri controlli e sanzioni.

Si applicano l'art. 129 e le sanzioni penali ed amministrative della Legge Bancaria.

## APPENDICE II

*DISEGNO DI LEGGE "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti" presentato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (CIAMPI) di concerto con il Ministro delle finanze (VISCO) il 7 luglio 1998*

Art. 1. (Ambito di applicazione e definizioni).

1. La presente legge si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono i seguenti requisiti:
  - a) il cessionario sia una società prevista dall'articolo 3;
  - b) le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano 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.
2. Nella presente legge si intende per "testo unico bancario" il decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni.

Art. 2. (*Programma dell'operazione*).

1. La società cessionaria, o la società emittente i titoli se diversa dalla società cessionaria, redige il programma dell'operazione. Il programma contiene almeno le seguenti indicazioni:
  - a) il soggetto cedente, la società cessionaria e la società emittente i titoli, se diversa dalla società cessionaria, la descrizione dei crediti e le caratteristiche dei titoli corrispondenti;
  - b) l'eventuale agenzia di *rating* incaricata di procedere alla valutazione dell'operazione di cartolarizzazione e il risultato di tale valutazione. Tale agenzia non deve detenere, direttamente o indirettamente, partecipazioni di controllo ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, nel capitale, oltre che della società cessionaria, dell'emittente titoli, se diverso dalla società cessionaria, del soggetto cedente o di quello incaricato della redazione del

programma, né deve essere da questi soggetti direttamente o indirettamente controllata. I rapporti di partecipazione intercorrenti fra i soggetti sopra indicati, che non diano luogo a situazione di controllo, ma che siano comunque superiori alla soglia del 20 per cento, sono espressamente evidenziati nel programma dell'operazione;

- c) il soggetto incaricato di curare l'emissione ed il collocamento dei titoli;
  - d) i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento;
  - e) le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati;
  - f) le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli indicati nell'articolo 1, comma 1, lettera b);
  - g) le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione.
2. I servizi indicati nel comma 1, lettera d), sono svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, i quali verificano che le operazioni siano conformi alla legge e al programma.
  3. Il programma dell'operazione deve essere consegnato ai portatori dei titoli.
  4. Nel caso in cui l'emissione sia rivolta a soggetti diversi dagli investitori professionali, si applicano le disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento.

*Art. 3. (Società per la cartolarizzazione dei crediti)*

1. 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.
2. 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 l'acquisto dei crediti stessi.

3. Alla società cessionaria e alla società emittente titoli si applicano le disposizioni contenute nel titolo V del testo unico bancario, ad esclusione dell'articolo 106, commi 2 e 3, lettere *b*) e *c*), nonché le corrispondenti norme sanzionatorie previste dal titolo VIII dello stesso testo unico.

Art. 4. (*Modalità ed efficacia della cessione*)

1. Alla cessione dei crediti posta in essere ai sensi della presente legge si applicano le disposizioni contenute nell'articolo 58, commi 2, 3 e 4, del testo unico bancario.
2. Dalla data della 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'articolo 1, comma 1, lettera *b*). Dalla stessa data la cessione dei crediti è opponibile:
  - a*) agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore;
  - b*) ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.
3. Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applica l'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni.
4. Per le cessioni disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e di un anno previsti dall'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni, sono ridotti, rispettivamente, a 6 ed a 3 mesi.

Art. 5. (*Titoli emessi a fronte dei crediti acquistati*).

1. Ai titoli emessi dalla società cessionaria o dalla società emittente titoli, per finanziare l'acquisto dei crediti, si applicano gli articoli 129 e 143 del testo unico bancario; all'emissione dei predetti titoli non si applica l'articolo 11 del medesimo testo unico.

*Art. 6. (Disposizioni fiscali e di bilancio).*

1. Ai fini delle imposte sui redditi, i titoli di cui all'articolo 5 sono compresi tra quelli indicati nell'articolo 41 del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e successive modificazioni.
2. Le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti, sulle garanzie rilasciate al cessionario e sulle attività, diverse da quelle oggetto di cessione, poste a copertura delle operazioni di cartolarizzazione possono essere imputate direttamente alle riserve patrimoniali, se relative a contratti di cartolarizzazione stipulati entro due anni dalla data di entrata in vigore della presente legge; esse vanno trasferite al conto economico in quote costanti nei cinque esercizi successivi. Delle operazioni di cartolarizzazione e delle eventuali diminuzioni di valore non ancora incluse nel conto economico occorre fornire indicazione nella nota integrativa del bilancio.

*Art. 7. (Altre operazioni).*

1. Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili, alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento; in tal caso i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti, rispettivamente, al soggetto finanziato e al soggetto finanziatore.

## **APPENDICE III**

*LEGGE 30 APRILE 1999, N. 130 " DISPOSIZIONI SULLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI " PUBBLICATA NELLA GAZZETTA UFFICIALE N. 111 DEL 14 MAGGIO 1999*

Art. 1. (Ambito di applicazione e definizioni)

1. La presente legge si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono i seguenti requisiti:

- a) il cessionario sia una società prevista dall'articolo 3;
- b) le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano 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.

2. Nella presente legge si intende per "testo unico bancario" il decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni, recante il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.

Art. 2. (Programma dell'operazione)

1. I titoli di cui all'articolo 1 sono strumenti finanziari e agli stessi si applicano le disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

2. La società cessionaria o la società emittente i titoli, se diversa dalla società cessionaria, redige il prospetto informativo.

3. Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori professionali, il prospetto informativo contiene le seguenti indicazioni:

- a) il soggetto cedente, la società cessionaria, le caratteristiche dell'operazione, con riguardo sia ai crediti sia ai titoli emessi per finanziarla;
- b) i soggetti incaricati di curare l'emissione ed il collocamento dei titoli;
- c) i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di

pagamento;

d) le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati;

e) le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria 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;

f) le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione;

g) il contenuto minimo essenziale dei titoli emessi e l'indicazione delle forme di pubblicità del prospetto informativo idonee a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli;

h) i costi dell'operazione e le condizioni alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, nonché l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore;

i) gli eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria.

4. Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi.

5. La Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, stabilisce i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria.

6. I servizi indicati nel comma 3, lettera c), del presente articolo sono svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, i quali verificano che le operazioni siano conformi alla legge ed al prospetto informativo.

7. Il prospetto informativo deve essere, a semplice richiesta, consegnato ai portatori dei titoli.



Art. 3. (Società per la cartolarizzazione dei crediti)

1. 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.

2. 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 l'acquisto dei crediti stessi.

3. Alla società cessionaria e alla società emittente titoli si applicano le disposizioni contenute nel titolo V del testo unico bancario, ad esclusione dell'articolo 106, commi 2 e 3, lettere b) e c), nonché le corrispondenti norme sanzionatorie previste dal titolo VIII dello stesso testo unico.

Art. 4. (Modalità ed efficacia della cessione)

1. Alle cessioni dei crediti poste in essere ai sensi della presente legge si applicano le disposizioni contenute nell'articolo 58, commi 2, 3 e 4, del testo unico bancario.

2. Dalla data della 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'articolo 1, comma 1, lettera b).

Dalla stessa data la cessione dei crediti è opponibile:

a) agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore;

b) ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.

3. Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applica l'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni.

4. Per le operazioni di cartolarizzazione disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e di un anno previsti dall'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni, sono ridotti, rispettivamente, a sei ed a tre mesi.

Art. 5. (Titoli emessi a fronte dei crediti acquistati)

1. Ai titoli emessi dalla società cessionaria o dalla società emittente titoli, per

finanziare l'acquisto dei crediti, si applicano gli articoli 129 e 143 del testo unico bancario.

2. Alle emissioni dei titoli non si applicano il divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico previsto dall'articolo 11, comma 2, del testo unico bancario, né i limiti quantitativi alla raccolta prescritti dalla normativa vigente; non trovano altresì applicazione gli articoli da 2410 a 2420 del codice civile.

Art. 6. (Disposizioni fiscali e di bilancio)

1. Ai fini delle imposte sui redditi, ai titoli indicati nell'articolo 5 si applica lo stesso trattamento stabilito per obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani e per titoli similari, ivi compreso il trattamento previsto dal decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239.

2. Se la cessione ha per oggetto crediti derivanti dalle operazioni indicate negli articoli 15, 16 e 19 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 601, continuano ad applicarsi le agevolazioni previste nel citato articolo 15.

3. Le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti, sulle garanzie rilasciate al cessionario e sulle attività, diverse da quelle oggetto di cessione, poste a copertura delle operazioni di cartolarizzazione, nonché gli accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie rilasciate al cessionario, possono essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali, se relativi a contratti di cartolarizzazione stipulati entro due anni dalla data di entrata in vigore della presente legge; essi vanno imputati sul conto economico in quote costanti nell'esercizio in cui si sono registrati la diminuzione di valore o gli accantonamenti e nei quattro successivi. Delle operazioni di cartolarizzazione, delle eventuali diminuzioni di valore e degli accantonamenti non ancora inclusi nel conto economico occorre fornire indicazione nella nota integrativa di bilancio.

4. Nelle ipotesi di cui al comma 3, le diminuzioni di valore ivi previste concorrono alla determinazione del reddito di impresa negli esercizi in cui sono iscritte al conto economico.

5. Alle minori entrate derivanti dal presente articolo, pari a lire 300 milioni annue per ciascuno degli anni dal 1999 al 2005, si provvede, per gli anni 1999, 2000 e 2001, mediante corrispondente riduzione dello stanziamento iscritto, ai fini del bilancio

triennale 1999-2001, nell'ambito dell'unità previsionale di base di parte corrente "Fondo speciale" dello stato di previsione del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica per l'anno finanziario 1999, allo scopo parzialmente utilizzando l'accantonamento relativo al Ministero medesimo.

6. Il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica è autorizzato ad apportare, con propri decreti, le occorrenti variazioni di bilancio.

Art. 7. (Altre operazioni)

1. 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 per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

2. Nel caso di operazioni realizzate mediante erogazione di un finanziamento, i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti, rispettivamente, al soggetto finanziato e al soggetto finanziatore.

## **APPENDICE IV**

### *ALLEGATO VII AL REG. 809/2004/CE*

Informazioni minime da includere nel documento di registrazione relativo a strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (schema)

#### **1. PERSONE RESPONSABILI**

1.1. Ogni persona responsabile delle informazioni fornite nel documento di registrazione e, eventualmente, di talune parti di esso. In quest'ultimo caso, indicare le relative parti. Nel caso di persone fisiche, inclusi i membri degli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza dell'emittente, fornire il nome e la qualifica della persona; nel caso di persone giuridiche, fornire la denominazione e la sede.

1.2. Dichiarazione delle persone responsabili del documento di registrazione attestante che, avendo esse adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni contenute nel documento di registrazione sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso. Eventuale dichiarazione delle persone responsabili di talune parti del documento di registrazione attestante che, avendo esse adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni contenute nella parte del documento di registrazione di cui sono responsabili sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso.

#### **2. REVISORI LEGALI DEI CONTI**

2.1. Nome e indirizzo dei revisori dell'emittente per il periodo cui si riferiscono le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati (nonché indicazione dell'associazione professionale cui appartengono).

#### **3. FATTORI DI RISCHIO**

3.1. Il documento deve indicare distintamente i fattori di rischio specifici per l'emittente e il suo settore di attività in una sezione intitolata «Fattori di rischio» .

#### 4. INFORMAZIONI SULL'EMITTENTE

4.1.Indicare se l'emittente è stato costituito appositamente come società veicolo per l'emissione di strumenti finanziari a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

4.2.Denominazione legale e commerciale dell'emittente.

4.3.Luogo di registrazione dell'emittente e suo numero di registrazione.

4.4.Data di costituzione e durata dell'emittente, ad eccezione del caso in cui la durata sia indeterminata.

4.5.Domicilio e forma giuridica dell'emittente, legislazione in base alla quale opera, paese di costituzione, nonché indirizzo e numero di telefono della sede sociale (o della principale sede di attività se diversa dalla sede sociale).

4.6.Descrizione dell'ammontare del capitale autorizzato ed emesso dell'emittente e dell'ammontare di ogni altro capitale di cui è stata decisa l'emissione, del numero e delle classi di strumenti finanziari di cui è composto.

#### 5. PANORAMICA DELLE ATTIVITA'

5.1.Breve descrizione delle principali attività dell'emittente.

5.2.Descrizione generale delle parti partecipanti al programma di cartolarizzazione, ivi comprese informazioni sui rapporti di proprietà diretta o indiretta o di controllo esistenti tra le parti.

#### 6. ORGANI DI AMMINISTRAZIONE, DI DIREZIONE E DI VIGILANZA

6.1.Nome, indirizzo e funzioni presso l'emittente delle seguenti persone, con indicazione delle principali attività da esse esercitate al di fuori dell'emittente stesso, allorché siano significative riguardo all'emittente:

- a) membri degli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza;
- b) soci accomandatari, se si tratta di una società in accomandita per azioni.

#### 7. PRINCIPALI AZIONISTI

7.1.Dichiarare se, a conoscenza dell'emittente, l'emittente è direttamente o indirettamente posseduto o controllato da un altro soggetto, specificarne la denominazione e descrivere la natura di tale controllo e le misure adottate per evitare

abusi dello stesso.

## 8. INFORMAZIONI FINANZIARIE RIGUARDANTI LE ATTIVITA' E LE PASSIVITA', LA SITUAZIONE FINANZIARIA E I PROFITTI E LE PERDITE DELL'EMITTENTE

8.1. Qualora dalla data di registrazione o di costituzione l'emittente non abbia iniziato l'attività e qualora alla data del documento di registrazione non sia stato redatto ancora alcun bilancio, nel documento di registrazione deve essere inserita una dichiarazione in merito.

### 8.2. Informazioni finanziarie relative agli esercizi passati

Qualora dalla data di registrazione o di costituzione l'emittente abbia iniziato l'attività e siano stati redatti i bilanci, il documento di registrazione deve contenere informazioni finanziarie sottoposte a revisione relative agli ultimi due esercizi (ovvero relative ad un numero inferiore di esercizi se l'emittente è in attività da un periodo inferiore) e la relazione di revisione per ogni singolo esercizio. Tali informazioni finanziarie devono essere redatte conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 o, qualora non applicabile, ai principi contabili nazionali di uno Stato membro, nel caso di emittenti della Comunità. Nel caso di emittenti di paesi terzi, le informazioni finanziarie devono essere redatte conformemente ai principi contabili internazionali adottati sulla base della procedura di cui all'articolo 3 del regolamento (CE) n. 1606/2002 o ai principi contabili nazionali di un paese terzo equivalenti ai predetti principi. Qualora non siano conformi ai predetti principi, le informazioni finanziarie devono essere presentate in forma di bilancio riesposto.

Le informazioni finanziarie relative all'esercizio più recente devono essere presentate e redatte in una forma coerente con quella che sarà adottata per i successivi bilanci annuali pubblicati dall'emittente, per quanto riguarda i principi contabili, le politiche e la normativa applicabili a tali bilanci.

Se l'emittente opera nel suo attuale settore di attività economica da meno di un anno, le informazioni finanziarie sottoposte a revisione relative a tale periodo devono essere redatte conformemente ai principi applicabili ai bilanci annuali ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002 o, qualora non applicabili, ai principi contabili nazionali di uno Stato membro, nel caso di emittenti della Comunità. Nel caso di

emittenti di paesi terzi, le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati devono essere redatte conformemente ai principi contabili internazionali adottati sulla base della procedura di cui all'articolo 3 del regolamento (CE) n. 1606/2002 o ai principi contabili nazionali di un paese terzo equivalenti ai predetti principi. Le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati devono essere sottoposte a revisione integrale.

Se le informazioni finanziarie sottoposte a revisione sono redatte conformemente ai principi contabili nazionali, le informazioni finanziarie previste al presente punto devono includere almeno:

- a) lo stato patrimoniale;
- b) il conto economico;
- c) i criteri contabili e le note esplicative.

Le informazioni finanziarie annuali relative agli esercizi passati devono essere sottoposte a revisione contabile indipendente oppure devono essere oggetto di una dichiarazione indipendente che attesti che ai fini della redazione del documento di registrazione esse forniscono un quadro fedele e corretto, conformemente ai principi contabili vigenti in uno Stato membro oppure a principi equivalenti.

8.2. bis Il presente punto può essere utilizzato solo in caso di emissioni di strumenti finanziari a fronte di operazioni di cartolarizzazione di valore nominale unitario pari ad almeno 50000 EUR.

Qualora dalla data di registrazione o di costituzione l'emittente abbia iniziato l'attività e siano stati redatti i bilanci, il documento di registrazione deve contenere informazioni finanziarie sottoposte a revisione relative agli ultimi due esercizi (ovvero relative ad un numero inferiore di esercizi se l'emittente è in attività da un periodo inferiore) e la relazione di revisione per ogni singolo esercizio. Tali informazioni finanziarie devono essere redatte conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 o, qualora non applicabile, ai principi contabili nazionali di uno Stato membro, nel caso di emittenti della Comunità. Nel caso di emittenti di paesi terzi, le informazioni finanziarie devono essere redatte conformemente ai principi contabili internazionali adottati sulla base della procedura di cui all'articolo 3 del regolamento (CE) n. 1606/2002 o ai principi contabili nazionali di un paese terzo equivalenti ai predetti principi. In caso contrario, nel documento di registrazione devono essere

inserite le seguenti informazioni:

a) apposita dichiarazione attestante che le informazioni finanziarie incluse nel documento di registrazione non sono state redatte conformemente ai principi contabili internazionali adottati sulla base della procedura di cui all'articolo 3 del regolamento (CE) n. 1606/2002 e che vi sarebbero potute essere differenze sostanziali nelle informazioni finanziarie se il regolamento (CE) n. 1606/2002 fosse stato applicato alle informazioni finanziarie relative agli esercizi passati;

b) subito dopo le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati, fornire una descrizione delle differenze tra i principi contabili internazionali adottati sulla base della procedura di cui all'articolo 3 del regolamento (CE) n. 1606/2002 e i principi contabili adottati dall'emittente nella redazione dei suoi bilanci annuali.

Le informazioni finanziarie relative all'esercizio più recente devono essere presentate e redatte in una forma coerente con quella che sarà adottata per i successivi bilanci annuali pubblicati dall'emittente, per quanto riguarda i principi contabili, le politiche e la normativa applicabili a tali bilanci.

Se le informazioni finanziarie sottoposte a revisione sono redatte conformemente ai principi contabili nazionali, le informazioni finanziarie previste al presente punto devono includere almeno:

a) lo stato patrimoniale;

b) il conto economico;

c) i criteri contabili e le note esplicative.

Le informazioni finanziarie annuali relative agli esercizi passati devono essere sottoposte a revisione contabile indipendente oppure devono essere oggetto di una dichiarazione indipendente che attesti che ai fini della redazione del documento di registrazione esse forniscono un quadro fedele e corretto, conformemente ai principi contabili vigenti in uno Stato membro oppure a principi equivalenti. In caso contrario, nel documento di registrazione devono essere inserite le seguenti informazioni:

a) apposita dichiarazione che illustri i principi contabili applicati;

b) spiegazione di eventuali scostamenti significativi rispetto ai principi contabili internazionali.

### 8.3. Procedimenti giudiziari e arbitrali

Indicazione di eventuali procedimenti amministrativi, giudiziari o arbitrali (compresi



eventuali procedimenti di questo tipo in corso o previsti di cui l'emittente sia a conoscenza), per un periodo relativo almeno ai 12 mesi precedenti, che possano avere, o abbiano avuto nel recente passato, rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria o la redditività dell'emittente e/o del gruppo. In mancanza di tali procedimenti, inserire un'idonea dichiarazione negativa.

#### 8.4. Rilevanti variazioni negative della situazione finanziaria dell'emittente

Qualora l'emittente abbia redatto i bilanci, includere una dichiarazione attestante che non si sono verificati rilevanti variazioni negative della situazione finanziaria o delle prospettive future dell'emittente dalla data dell'ultimo bilancio sottoposto a revisione pubblicato. Qualora si sia verificata una rilevante variazione negativa, ne deve essere fatta menzione nel documento di registrazione.

### 9. INFORMAZIONI PROVENIENTI DA TERZI, PARERI DI ESPERTI E DICHIARAZIONI DI INTERESSI

9.1. Se nel documento di registrazione vengono inseriti un parere o una relazione attribuiti ad una persona in qualità di esperto, indicare nome, indirizzo e qualifica di tale persona e suoi eventuali interessi rilevanti nell'emittente. Se la relazione è stata redatta su richiesta dell'emittente, indicare che il parere o la relazione sono inclusi, nella forma e nel contesto in cui sono inclusi, con il consenso della persona che ha autorizzato il contenuto della relativa parte del documento di registrazione.

9.2. Qualora le informazioni provengano da terzi, confermare che tali informazioni sono state riprodotte fedelmente e che, per quanto l'emittente sappia e sia in grado di accertare sulla base di informazioni pubblicate dai terzi in questione, non sono stati omessi fatti che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli. Inoltre, l'emittente deve indicare le fonti delle informazioni.

### 10. DOCUMENTI ACCESSIBILI AL PUBBLICO

10.1. Dichiarare che per la durata di validità del documento di registrazione possono essere consultati i seguenti documenti (o loro copie), se del caso:

- a) l'atto costitutivo e lo statuto dell'emittente;
- b) tutte le relazioni, le lettere e altri documenti, le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati, le valutazioni e i pareri redatti da esperti su richiesta

dell'emittente di cui sia stata inserita parte nel documento di registrazione ovvero a cui il documento di registrazione faccia riferimento;

c) le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati dell'emittente o, in caso di un gruppo, le informazioni finanziarie relative all'emittente e alle sue controllate per ognuno dei due esercizi precedenti la pubblicazione del documento di registrazione.

Indicazione del luogo nel quale i documenti accessibili al pubblico possono essere consultati, in formato cartaceo o elettronico.

## **APPENDICE V**

### *ALLEGATO VIII AL REG. 809/2004/CE*

Informazioni minime relative a strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (modulo aggiuntivo)

#### **1. GLI STRUMENTI FINANZIARI**

1.1. Il valore nominale minimo di un'emissione

1.2. Qualora vengano fornite informazioni riguardo a un'impresa/un debitore non partecipante all'emissione, confermare che tali informazioni sono state riprodotte fedelmente a partire da informazioni pubblicate dall'impresa/dal debitore e che, per quanto l'emittente sappia e sia in grado di accertare sulla base delle informazioni pubblicate dall'impresa/dal debitore, non sono stati omessi fatti che potrebbero rendere le informazioni riprodotte ingannevoli.

Inoltre, indicare le fonti delle informazioni contenute nella nota informativa sugli strumenti finanziari riprodotte a partire da informazioni pubblicate da un'impresa/da un debitore.

#### **2. LE ATTIVITA' SOTTOSTANTI**

2.1. Confermare che le attività cartolarizzate poste a garanzia dell'emissione presentano caratteristiche che ne dimostrano la capacità di generare le risorse finanziarie per i pagamenti connessi con gli strumenti finanziari.

2.2. In caso di emissione garantita da un pool di attività distinte, fornire le informazioni di seguito specificate.

2.2.1. L'ordinamento giuridico che disciplina il pool di attività .

2.2.2.a) Nel caso di un numero limitato di debitori facilmente identificabili, una descrizione generale di ciascuno di essi.

b) In tutti gli altri casi, una descrizione delle caratteristiche generali dei debitori e del contesto economico, nonché dati statistici globali riferiti alle attività cartolarizzate.

2.2.3. La natura giuridica delle attività .

2.2.4. La data o le date di scadenza delle attività .

2.2.5.L'ammontare delle attività .

2.2.6.Rapporto tra prestito/valore o livello delle garanzie costituite.

2.2.7.Modalità di creazione delle attività , e per quanto riguarda i contratti di prestito e di credito, i principali criteri di concessione di prestiti e indicazione di eventuali prestiti che non soddisfano tali criteri e di eventuali diritti o obblighi ad effettuare ulteriori anticipi.

2.2.8.Indicazione di dichiarazioni o garanzie collaterali significative fornite all'emittente in relazione alle attività .

2.2.9.Eventuali diritti alla sostituzione delle attività e descrizione delle modalità di sostituzione e del tipo di attività che possono essere sostituite; qualora venga concessa la possibilità di sostituire le attività con classi o qualità di attività diversi, deve essere rilasciata una dichiarazione in merito, nonché una descrizione delle ripercussioni di tale sostituzione.

2.2.10.Descrizione di eventuali polizze di assicurazione pertinenti relative alle attività . Se le polizze siano state stipulate con un'unica società di assicurazioni, deve esserne fatta menzione, se tale circostanza è significativa per l'operazione.

2.2.11.Qualora le attività comprendano obbligazioni di un numero di debitori pari o inferiore a 5, che siano persone giuridiche, o qualora uno dei debitori rappresenti una percentuale delle attività pari o superiore al 20 %, o qualora un debitore rappresenti una quota sostanziale delle attività , per quanto l'emittente ne sappia e/o sia in grado di accertare sulla base di informazioni pubblicate dai debitori, fornire una delle due seguenti informazioni:

a) per ogni debitore le stesse informazioni richieste per l'emittente che redige un documento di registrazione relativo a titoli di debito e a strumenti derivati con valore nominale unitario pari ad almeno 50000 EUR;

b) se un debitore o un garante possiede strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o equivalente o se le obbligazioni sono garantite da un soggetto ammesso alla negoziazione su un mercato regolamentato o equivalente, indicare nome, indirizzo, paese di costituzione e natura dell'attività svolta nonché la denominazione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi.

2.2.12.Se tra l'emittente, il garante e il debitore esiste un rapporto che sia

significativo per l'emissione, indicati i dettagli delle principali condizioni di tale rapporto.

2.2.13. Qualora le attività comprendano obbligazioni non negoziate su un mercato regolamentato o equivalente, fornire una descrizione delle condizioni principali delle obbligazioni.

2.2.14. Se le attività comprendono titoli di capitale ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o equivalente indicare quanto segue:

- a) descrizione degli strumenti finanziari;
- b) descrizione del mercato sul quale essi sono negoziati, compresa la data di costituzione del mercato, le modalità di pubblicazione delle informazioni relative al prezzo, i volumi degli scambi giornalieri, la posizione del mercato nel paese e la denominazione dell'autorità di regolamentazione del mercato;
- c) la frequenza con cui vengono pubblicati i prezzi degli strumenti finanziari pertinenti.

2.2.15. Se più del 10 % delle attività è costituito da titoli di capitale non negoziati su un mercato regolamentato o equivalente, descrivere tali titoli di capitale e fornire informazioni equivalenti a quelle contenute nello schema del documento di registrazione relativo ad azioni riguardo a ciascun emittente degli strumenti finanziari in questione.

2.2.16. Se una parte considerevole delle attività è garantita da beni immobili, deve essere inserita una relazione di valutazione per quanto riguarda tali beni immobili, indicante il loro valore e i flussi di cassa/reddito da essi prodotti.

Non è necessario fornire le informazioni richieste al presente punto se l'emissione riguarda strumenti finanziari garantiti da prestiti ipotecari in cui il patrimonio costituisce la garanzia, se non vi è stata alcuna rivalutazione del patrimonio ai fini dell'emissione, e se è chiaramente indicato che le valutazioni fornite si riferiscono alla data di emissione del prestito ipotecario originario iniziale.

2.3. In caso di emissione garantita da un pool di attività in gestione, fornire quanto di seguito specificato.

2.3.1. Informazioni equivalenti a quelle previste ai punti 2.1 e 2.2, per consentire di valutare il tipo, la qualità, la sufficienza e la liquidità delle attività incluse nel portafoglio che garantirà l'emissione.

2.3.2. Parametri in base ai quali possono essere effettuati gli investimenti, denominazione e descrizione del soggetto responsabile della gestione, compresa una descrizione della sua competenza ed esperienza, una sintesi delle disposizioni relative alla cessazione del suo incarico e alla nomina di un altro soggetto responsabile della gestione, nonché una descrizione del rapporto tra detto soggetto e gli altri partecipanti all'emissione.

2.4. Qualora l'emittente proponga di emettere ulteriori strumenti finanziari garantiti dalle stesse attività, fornire un'apposita dichiarazione in merito e, a meno che tali ulteriori strumenti siano fungibili con le classi di debito esistenti o ad esse subordinati, descrivere le modalità di informazione dei possessori di tali classi.

### 3. STRUTTURA DELL'OPERAZIONE E FLUSSO DI CASSA

3.1. Descrizione della struttura dell'operazione, compresa, se necessario, una sua rappresentazione grafica.

3.2. Descrizione dei soggetti che partecipano all'emissione e delle funzioni svolte da ciascuno di essi.

3.3. Descrizione del metodo e della data della vendita, del trasferimento, della novazione o dell'assegnazione delle attività o di eventuali diritti e/o obbligazioni dell'emittente incorporati nelle attività o, se del caso, delle modalità e dei termini entro i quali i proventi dell'emissione saranno integralmente investiti dall'emittente.

3.4. Illustrazione dei flussi finanziari, compreso quanto di seguito riportato.

3.4.1. Modo in cui il flusso di cassa derivante dalle attività soddisferà le obbligazioni dell'emittente nei confronti dei possessori degli strumenti finanziari, compresa, se necessario, una tabella finanziaria dell'operazione e una descrizione dei presupposti utilizzati per redigere tale tabella.

3.4.2. Indicazione di eventuali tecniche di supporto del credito, dei casi in cui possono verificarsi rilevanti carenze di liquidità e della disponibilità di eventuali finanziamenti a sostegno della liquidità, specificando le disposizioni volte a coprire i rischi di mancato pagamento di interessi/capitale.

3.4.3. Fermo restando quanto riportato al precedente punto 3.4.2, dettagli di eventuali finanziamenti tramite debito subordinato.

3.4.4. Indicazione di eventuali parametri per l'investimento di eccedenze di liquidità

temporanee e descrizione dei soggetti responsabili dell'investimento.

3.4.5.Modalità di riscossione dei pagamenti relativi alle attività .

3.4.6.Ordine di priorità dei pagamenti effettuati dall'emittente a favore dei possessori della classe di strumenti finanziari in questione.

3.4.7.Dettagli di eventuali altri meccanismi dai quali dipendono i pagamenti degli interessi e del capitale agli investitori.

3.5.Denominazione, indirizzo e attività significative dei soggetti da cui originano le attività cartolarizzate.

3.6.Qualora il rendimento e/o il rimborso degli strumenti finanziari sia legato al rendimento o al credito di altre attività che non siano attività dell'emittente, è necessario fornire le informazioni di cui ai punti 2.2 e 2.3.

3.7.Nome, indirizzo e attività significative dell'amministratore, del responsabile del calcolo o equivalente, nonché sintesi delle funzioni dell'amministratore/del responsabile del calcolo, loro rapporto con il soggetto da cui originano o che crea le attività , nonché sintesi delle disposizioni relative alla cessazione dell'incarico di amministratore/responsabile del calcolo e alla nomina di un altro amministratore/responsabile del calcolo.

3.8.Nome, indirizzo e breve descrizione di:

a) eventuali controparti di contratti di swap e fornitori di altri strumenti significativi di miglioramento della qualità del credito/della liquidità ;

b) banche presso le quali sono aperti i principali conti relativi all'operazione.

#### 4. INFORMATIVA SUCCESSIVA ALL'EMISSIONE

4.1.Indicare nel prospetto se l'emittente intende o no presentare informazioni successivamente all'emissione in merito agli strumenti finanziari da ammettere alla negoziazione e in merito alla performance delle garanzie collaterali sottostanti. In caso affermativo, specificare nel prospetto quali informazioni saranno comunicate, dove possono essere ottenute e la frequenza con la quale saranno fornite.

## **BIBLIOGRAFIA**

AGOSTINO M., MAZZUCA M., *Perché le banche cartolarizzano. Il caso dell'Italia*, in "Bancaria", 09/2009.

ALESSI R., MANNINO V. (a cura di), *La circolazione del credito. Cessione "factoring" cartolarizzazione*, in GAROFALO L., TALAMANCA M. (diretto da), "Trattato delle obbligazioni", volume IV, tomo I, Cedam 2008.

AMATO M., FANTACCI L., *Fine della finanza*, Donzelli 2012.

AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Bancaria Editrice 1995.

ANDREOLI E., *Lo smobilizzo di un portafoglio di crediti presenti e futuri quale mezzo di autofinanziamento delle imprese italiane sul mercato di capitali. Prime note in merito all'operazione di securitisation*, in "Quadrimestre: rivista di diritto privato", 1993.

ALIBRANDI A.S., *Brevi note sulla l.130/1999 recante disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, in "Banca, borsa, titoli di credito", I/1999.

ARIFF M., *Islam e finanza. Religione musulmana e sistema bancario nel sud est asiatico*, Cosmopolis 1991.

BACCHI F., GIACOBBE M., *La derogabilità delle norme sul credito fondiario*, in "Rivista del Notariato", 04/1996.

BALESTRA L., *Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito*, in "Giurisprudenza commerciale", 01/2013.



BANFI A., DI PASQUALI L., *L'operatività della Banca Centrale Europea negli anni della crisi*, in "Bancaria", 7-8/2012.

BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in "Banca, borsa, titoli di credito", 06/2009.

BOBBIO N., *Il positivismo giuridico*, Giappichelli 1996.

BOLAND V., *The World's first modern, public bank*, in "Financial Times", 17-04-2009.

BOTTIGLIA F., *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, Giuffrè 2009.

BRAMANTE M. V., *Il mutuum nell'esperienza giuridica romana. Linee di studio, profili interpretativi e prassi*, [http://www.fedoa.unina.it/3251/1/Bramante\\_Maria\\_Vittoria.pdf](http://www.fedoa.unina.it/3251/1/Bramante_Maria_Vittoria.pdf).

BRUTTI N., *Il regolamento europeo sulle agenzie di rating del credito*, in "Bancaria", 01/2010.

CABALLERO R. J., *L'"altro" squilibrio e la crisi finanziaria*, Banca d'Italia 2009

CALABRÒ A., COLOMBINI F., *Crisi e globale e finanza innovativa*, Utet 2009.

CANNATA F., QUAGLIARELLO M., *L'impatto di Basilea 2 sulla crisi finanziaria: fra tanti indiziati, un solo colpevole?*, in "Bancaria", 01/2009.

CAPRIGLIO F., *Crisi a confronto (1929 e 2009): il caso italiano*, Cedam 2009.

CAROTA L., *Della cartolarizzazione dei crediti*, Cedam 2002.

CARRIERO G., *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, in "Europa e

diritto privato”, 03/2012.

CASTIGLIONI L., MARIOTTI S. (a cura di), *Il Vocabolario della Lingua Latina*, Loescher 1968.

CERA M., *La crisi finanziaria, le banche e l'intervento dello Stato fra leggi, ibridisimi e prefetti*, in “Analisi giuridica dell'economia”, 01/2009.

CERINI D., *Il prestito vitalizio ipotecario: legal transplant in cerca di definizione*, in “Diritto ed economia dell'assicurazione”, 02/2006.

CESARINI F., *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno alla valutazione del rischio*, in “Bancaria”, 11/2009.

CIOCCA P., *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Bollati Boringhieri 2000.

CLARIZIA R., *La causa di finanziamento*, in “Banca, borsa, titoli di credito”, I/1982.

CUSATO B., *Il credito. Forme sostanziali e procedurali*, Cedam 2010.

DE GASPERIS B., RINALDI R., *Lo sviluppo della cartolarizzazione in Italia*, in “Bancaria”, 01/2001.

DEMURO I. (a cura di), *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Giappichelli 2010.

DE NOVA G., *Il fallimento del concedente in leasing (una nuova norma) e la cessione del leasing (una nuova decisione)*, in “Contratti”, 2004.

DE POLI M., *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, in “Analisi giuridica dell'economia”, 01/2012.

DE POLI M., *Le cause della crisi*, in “Analisi giuridica dell’economia”, 01/2012.

DIA E., *Il credito e l’evoluzione degli intermediari bancari*, <http://archivio.paviauniversitypress.it/DOL/Il%20credito%20e%20l'evoluzione%20degli%20intermediari.pdf>.

DI MARZIO F., *Ancora sulla concessione abusiva di credito*, in “Banca, borsa, titoli di credito”, 05/2012.

ERZEGOVESI L., BROCCARDO E., *Cartolarizzazione dei prestiti alle Pmi e politiche pubbliche: l’esperienza spagnola*, in “Bancaria”, 11/2007.

FACCENDA S., MANZELLI G., *Il ruolo e i limiti della retention nel trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni*, in “Bancaria”, 09/2011.

FALCHI G., GINEFRA P., PEREZ T., *Il mercato e gli strumenti per il trasferimento del rischio di credito negli Stati Uniti*, in “Bancaria”, 09/2004.

FANFANI T. , *Sulle origini ‘etiche’ del credito: dai Monti di Pietà alla banca moderna*, in “Bancaria”, 01/2003.

FAUCEGLIA G., *I contratti bancari*, in V. Buonocore (diretto da), “Trattato di Diritto Commerciale”, sez. III, tomo 2, Giappichelli 2005.

FAUCEGLIA G., *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Giappichelli 2002.

FEDELE P. (a cura di), *Grande Dizionario Enciclopedico*, Utet - Quarta Edizione 1984-1991.

FEDERICI A., *Le ABS: Rischio, credit enhancement e rating*, in “Centro Studi

Finanza.it”.

([http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com\\_content&view=article&id=136:gli-effetti-della-cartolarizzazione-sul-bilancio-delloriginator&catid=43:abs&Itemid=94](http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=136:gli-effetti-della-cartolarizzazione-sul-bilancio-delloriginator&catid=43:abs&Itemid=94))

FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating tra crisi e rilancio della finanza globale*, Il Mulino 2009.

FERRI G., *Le radici dell'eccesso di rischio e l'aggiustamento verso il futuro*, in “Analisi giuridica dell'economia”, 02/2010.

FERRO – LUZZI P., *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in “Bancaria”, 01/2001.

FERRO – LUZZI P., *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/1999*, Giuffrè 2005.

FIORUCCI F., *La disciplina privilegiata delle operazioni di credito fondiario e la sua eventuale derogabilità*, in “Magistra, Banca e Finanza”. ([www.magistra.it](http://www.magistra.it))

GABRIELLI E., LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, tomo II, in P. Rescigno, E. Gabrielli (diretto da), “Trattato dei contratti”, Utet 2010.

GABRIELLI E., MAIMERI F., *I contratti bancari*, UTET 2002.

GALGANO F., *Trattato di diritto Civile*, Cedam 2010, volume secondo.

GENTILE G., *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in “Banca, borsa, titoli di credito”, 01/2000.

GITTI G., MAUGERI M., NOTARI M. (a cura di), *I contratti per l'Impresa*, volume secondo, Il Mulino 2012.

GIULIANA F., <<La grande crisi? Una buona cosa>> *I verbali (imbarazzanti) della Fed*, in “Corriere della Sera.it”, 18-01-2013. (<http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-1148507/crisi-fed-sottovaluto-situazione/>)

GORGONI M., *Spigolature su luci (poche) e ombre (molte) della nuova disciplina dei contratti di credito ai consumatori*, in “Responsabilità civile e previdenza”, 04/2011.

LA TORRE M., *La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana*, in “Bancaria”, 02/2000.

LA TORRE M., *Securitisation e vigilanza dopo Basilea 2: la normativa italiana*, in “Bancaria”, 10/2004.

LA TORRE M., *Securitisation e vigilanza: l'impatto di Basilea 2*, in “Bancaria”, 12/2004.

LA TORRE M., MANGO F., *Securitisation degli attivi e crisi finanziarie: i ritardi nel downgrading*, in “Bancaria”, 09/2012.

LORENZON I., LUCCHETTA M., PELIZZON L., *Il credito bancario alle imprese: le dinamiche prima e durante la crisi*, in “Bancaria”, 02/2011.

MAFFEIS D., *Molteplicità delle forme e pluralità di statuti del credito bancario nel mercato globale e nella società plurale*, in “Le nuove leggi civili commentate”, 04/2012.

MAIMERI F., *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti (AC 5058)*, in “Banca, borsa, titoli di credito”, 01/1999.

MAINO R., *Il rating 2.0: verso un social network rating?*, in “Sinergie Rapporti di

ricerca”, 11/2012.

MALINCONICO A., *Garanzie e bank lending. Basilea 2 e le novità sulla gestione del rischio di credito*, Bancaria Editrice 2008.

MARCHETTI F., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: aspetti fiscali*, in “Bancaria”, 03/1999.

MASERA R., *Gli standard di Basilea: soluzione o concausa dei problemi di instabilità?*, in “Bancaria”, 01/2012.

MASSAD T.G., *Winding down TARP: A progress Report*, <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Winding-Down-TARP-A-Progress-Report.aspx>.

MAURO M., *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche. Natura economica e rilevazione contabile*, Cedam 2010.

MELIS F., *La banca pisana e le origini della banca moderna*, Le Monnier 1987.

MERUSI F., *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in “Banca, borsa, titoli di credito”, 02/2009.

MESSINA P., *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell’economia*, Giappichelli 2009.

MESSINETTI D., *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. <<cartolarizzazione>> dei crediti*, in “Rivista di diritto civile”, II/2002.

MESSORI M., *Le banche italiane e le prospettive dopo la crisi finanziaria*, in “Bancaria”, 12/2009.

MODINA M., *Il credit rating tra scenari in evoluzione e nuova relazione banca-impresa*, in “Bancaria”, 12/2012.

MORELLI P., *La qualità del credito in Italia: un'analisi delle curve di sopravvivenza per generazione di finanziamenti*, in “Bancaria”, 05/2012.

MOTTURA P., *Crisi subprime e innovazione finanziaria*, in “Bancaria”, 02/2008.

MUSCETTOLA M., *Analisi di bilancio ai fini dell'accesso al credito. Guida per imprese e bancari per la determinazione del rating*, Franco Angeli 2010.

NATALE M., *Sulla distinzione tra pegno regolare e irregolare*, in “Banca, Borsa, Titoli di Credito”, 04/2012.

NISPI LANDI M., *Guida minima alle cartolarizzazioni*, in “Foro amministrativo – C.d.S.”, 04/2006.

ODASSO C., UGHETTO E., *La cartolarizzazione di brevetti nel settore farmaceutico: un'analisi fuzzy*, in “Bancaria”, 02/2010.

PALERMO L., *La banca e il credito nel medioevo*, Mondadori 2008.

PARDOLESI R., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia : commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Giuffrè 1999.

PAVONE LA ROSA A., *Ambito di applicabilità della disciplina dei contratti bancari e disciplina del negozio misto*, in “Banca, borsa, titoli di credito”, II/1961.

PERUZZI M., *Credit Enhancement. La valutazione del merito creditizio delle imprese*, Ipsoa 2010.

PIEPOLI G., *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in “Banca, borsa, titoli di

credito”, 01/2013.

PIRRUCCIO P., *La nullità del contratto tra causa illecita e motivo illecito comune*, in “Giurisprudenza di merito”, 01/2005.

PORZIO C. (a cura di), *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, Bancaria Editrice 2009.

QUERCI F., *Rischio di credito e valutazione della loss given default. Misurazione, gestione e regole di Basilea 2*, Bancaria Editrice 2007.

RESCIGNO M., *Il privilegio per i finanziamenti bancari a medio e lungo termine a favore delle imprese, con particolare riguardo alla rotatività del suo oggetto*, in “Banca, borsa e titoli di credito”, 05/1999.

RINALDI R., DE GASPERIS B., *Lo sviluppo della cartolarizzazione in Italia*, in “Bancaria”, 02/2000.

RUCELLAI C., *I problemi legati allo sviluppo della securitisation in Italia: prospettive di soluzione*, in “Giurisprudenza Commerciale”, 01/1995.

RUCELLAI C., *Un progetto normativo per la cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in “Giurisprudenza Commerciale”, I/1997.

RUCELLAI C., *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in “Giurisprudenza Commerciale”, 01/1998.

RUCELLAI C., *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in “Giurisprudenza commerciale”, 03/2012.

RUMI G., *La securitisation. La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, Il Sole 24 Ore 2001.



SACCO R., DE NOVA G., *Il contratto*, in R. Sacco (a cura di), “Trattato di diritto civile”, tomo secondo, UTET 2004.

SCHERILLO G., GNOLI F., *Lezioni di diritto romano*, Led 2005.

SCHLESINGER P., *La cartolarizzazione dei crediti*, in “Rivista di diritto civile”, II/2001.

SENA G., *Contratti di credito, contratti di custodia, contratti di disponibilità*, in “Rivista trimestrale di diritto e procedura civile”, 1956.

SEVERI C., *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè 2007.

SHILLER R. J., *Finanza Shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea 2008.

SIMIONATO A., *La valutazione del merito creditizio del consumatore nella direttiva 2008/48/CE*, in “Rivista di diritto bancario”. ([www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it))

SIMONETTO E., *I contratti di credito*, Cedam 1994.

SZEGÖ G., *Sulla crisi subprime*, in “Bancaria”, 7-8/2009.

TABELLINI G., *L'ora di agire*, in “Il sole 24 ore”, 04-05-2013.

TARANTINO G., *Illiceità del contratto: è necessario verificare l'effettiva intenzione dei contraenti*, in [www.dirittoegiustizia.it](http://www.dirittoegiustizia.it)

TAROLLI R., *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in “Giurisprudenza commerciale”, 06/2008.

TETI R., MARANO P., *I contratti bancari. Apertura di credito – Anticipazione – Sconto*, Giuffrè 1999.

TILLI G., *La concessione e la gestione del fido nelle BCC*, Ecra 2011.

TRANSATTI C. U., *La Cassazione sposa la tesi della causa in concreto del contratto*, in “Rivista del notariato”, 01/2007.

TRIMARCHI P., *Istituzioni di diritto privato*, Giuffrè 2007.

TROIANO V., *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Cedam 2003.

VALENTINO D., *La cessione dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Edizioni Scientifiche Italiane 2003.

VAZZANA M., *Il collegamento negoziale sussiste, anche quando i contratti sono stati stipulati da soggetti diversi*, in “Diritto e Giustizia”. ([www.dirittoegiustizia.it](http://www.dirittoegiustizia.it))

VELLA F., *Il rischio: questo sconosciuto*, in “Analisi giuridica dell’economia”, 01/2009.

VENUTI M., *La rappresentazione in bilancio delle operazioni di factoring e di cartolarizzazione. Aspetti civilistici ed economici*, in “Rivista dei dottori commercialisti”, 04/2010.

## **SITOGRAFIA**

<http://www.afme.eu/Divisions/Securitisations.aspx/>

<http://www.bancaditalia.it/>

<http://www.bis.org/>

<http://www.borsaitaliana.it/>

<http://www.corriere.it/>

<http://www.dirittobancario.it/>

<http://www.dirittoegiustizia.it/>

<http://www.ilsole24ore.com/>

<http://www.ipyme.org/>

<http://www.treasury.gov/>