

**Agosto 2012**

## **Basilari concetti giuridici delle operazioni di finanza strutturata**

*Prof. Fabio Verna, economista presso la Fondazione Einaudi*

Alla base di un'operazione di finanza strutturata vi sono due istituti giuridici che divengono basilari per l'architettura finanziaria dell'operazione stessa, il primo attiene alla cessione del credito o dei futuri flussi di cassa, mentre la seconda concerne la segregazione patrimoniale di quanto diverrà oggetto di cessione.

L'istituto giuridico della cessione del credito è noto, ma ha trovato nell'ambito delle operazioni definite strutturate una nuova applicazione, infatti precedentemente perseguiva la finalità di ottenere un *clearing* dei bilanci, mentre attualmente può consentire di reinmettere sul mercato finanziario, dopo essere state debitamente risedolate, quota parte di preesistenti posizioni creditizie.

Naturalmente l'operazione risulta ben più complessa di quanto sopra succintamente descritto, in quanto i crediti divenuti oggetto di cessione, nella gran parte dei casi applicando la normativa definita: *pro soluto* verranno poi posti a garanzia di una nuova emissione di titoli obbligazionari, definiti *asset-backed securities* o più sinteticamente A.B.S. Questo processo di riconfigurazione delle posizioni "incagliate" o dei futuri flussi di cassa si realizza appunto attraverso la cessione ad una società "veicolo" appositamente costituita, lo *special purpose vehicle* o più sinteticamente un SPV che provvederà all'emissione dei succitati A.B.S.; la società veicolo gode di una particolare prerogativa espressamente connessa alla sua ragione giuridica, ovvero la facoltà di emettere obbligazioni, da collocare successivamente sul mercato dei capitali per valori non proporzionali al proprio capitale sociale. La presenza di un capitale spesso di scarsa rilevanza nelle società veicolo viene così integrata dalla massa di crediti e/o flussi oggetto di una o più cessioni, proprio avvalendosi del secondo istituto giuridico sopra menzionato. Infatti questi *asset* una volta inseriti nel bilancio della società veicolo andranno ad avvalersi dell'istituto della segregazione patrimoniale, un passaggio giuridico a tutela dei sottoscrittori degli A.B.S. che verranno emessi a fronte delle cessioni che la società veicolo avrà inteso voler acquisire.

In ogni singola operazione strutturata possiamo rilevare una sorta di schema comune, ma difficilmente troveremo due operazioni perfettamente uguali; in effetti la variabilità dei tassi d'interesse, le differenze del prezzo di acquisizione/cessione dei crediti e/o dei flussi, la valutazione delle agenzie di *rating* ed ancor più le specifiche clausole contrattuali che regolamentano la strutturazione delle varie operazioni, finiscono per far

considerare l'architettura finanziaria come una sorta di operazione sartoriale, di fatto un abito tagliato su misura sull'operazione in corso di essere strutturata. Gli aspetti contrattuali diventano così elementi fondanti di ciascuna operazione di finanza strutturata di pari importanza delle altre tecnicità che necessitano per montarla.

La legislazione internazionale in materia si è sviluppata spesso in sintonia con le vigenti normative presenti sui mercati anglosassoni, in quanto proprio su quei mercati si svilupparono le prime grandi operazioni; in Italia la legge quadro che regola il settore, ovvero la Legge 130/99 venne promulgata appunto il 30 aprile del 1999.

Prima dell'entrata in vigore della normativa in questione gli operatori si trovavano di fronte a taluni vincoli particolarmente stringenti che riguardavano sia le formalità della cessione del credito con la necessità di ottenere l'approvazione scritta da parte del debitore, con la conseguente notifica del trasferimento del credito ad un nuovo soggetto economico; condizione sostanziale per l'opponibilità ai terzi.

Un altro aspetto vincolante atteneva al trasferimento delle garanzie, maggiormente complesso quando trattavasi di garanzie ipotecarie.

Ulteriori perplessità venivano a porsi nei confronti dell'istituto della revocatoria.

Altresì sussistevano vincoli posti dall'art. 2410 del Codice Civile con la conseguente delibera del Comitato Interministeriale del 3 marzo 1994.

Quanto sopra senza volersi addentrare negli aspetti fiscali che la strutturazione di un'operazione finanziaria di notevoli dimensioni, avrebbe inevitabilmente generato.

L'entrata in vigore della L.130/99 consentì una reale semplificazione delle procedure, in primo luogo in quanto il Legislatore italiano riusciva a fare proprie preesistenti realtà normative già testate sui mercati internazionali, secondariamente ma non per questo meno rilevante, perché lo spirito della L.130/99 nonché la sua enunciazione, è volutamente molto semplice e schematico.

Per pura memoria riassumiamo i cinque elementi cardine alla base di un'operazione di finanza strutturata:

L'Originator, ovvero il soggetto generante i flussi monetari e/o i crediti oggetto di cessione.

L'Advisor, sintetico termine per indicare il team o la società preposta a strutturare tutta l'operazione nella sua complessità.

L'S.P.V., la società veicolo, essenziale passaggio nodale fra la negoziazione di flussi e/o crediti e l'emissione di titoli A.B.S.

La società di rating, necessaria a classare il rischio e con questo a determinare il rendimento delle obbligazioni.

La società di servizi preposta alla riscossione dei crediti e/o flussi alle scadenze prefissate nel corso della strutturazione dell'operazione stessa.

In conclusione oltre ad una attenta valutazione dei crediti e/o dei flussi oggetto della cessione al veicolo di collocamento, o di tutti gli strumenti volti al successivo collocamento degli A.B.S. sui mercati finanziari, gli aspetti normativi assumono una primaria valenza al fine di porre efficacemente in essere un'operazione di finanza strutturata.