

La CARTOLARIZZAZIONE dei CREDITI

(la nuova normativa e i profili di vigilanza)*

Struttura delle operazioni di cartolarizzazione

La *securitization* è una tecnica finanziaria complessa volta a realizzare un processo¹ attraverso il quale attività a liquidità differita (crediti o altre attività finanziarie non negoziabili produttivi di flussi di cassa periodici) vengono convertiti in prodotti finanziari rappresentati da titoli negoziabili, collocabili sui mercati, attraverso la loro cessione ad un soggetto specializzato.

In sostanza con l'operazione di *securitization* i flussi di cassa futuri derivanti dal portafoglio di attività di un'impresa vengono ceduti ad un soggetto specializzato che provvede a "riconfezionarli" e a presentarli sul mercato sotto forma di titoli aventi caratteristiche di rendimento/rischio coerenti con le condizioni prevalenti del mercato stesso e quindi collocabili presso gli investitori.

Si spostano così i flussi finanziari dal mercato del credito al mercato dei capitali.

Il processo, composto da più operazioni e in cui intervengono diversi soggetti, si articola sostanzialmente in tre fasi:

- 1) individuazione degli *asset* da cartolarizzare;
- 2) cessione degli *asset* allo *Special Purpose Vehicle*;
- 3) emissione e collocamento dei valori mobiliari rappresentativi degli *asset* ceduti.

Nella individuazione degli *asset* da "cartolarizzare" occorre tener presente che questi devono essere adatti a produrre i flussi di cassa per il pagamento degli interessi ed il rimborso dei titoli emessi. Devono pertanto essere caratterizzati da:

- operazioni sottostanti omogenee (uniformi e standardizzate) dal punto di vista giuridico e finanziario (forma tecnica, rendimento, durata, ammortamento);
- portafoglio di importo complessivo rilevante;
- operazioni sottostanti diversificate dal punto di vista economico-tecnico (dei settori di attività economica, della tipologia di debitori, della loro collocazione geografica, ecc.) tali da determinare un grado di rischio stabile e quantificabile;
- flussi di cassa regolari e preventivabili (eventualmente tramite l'utilizzo di tecniche statistiche)².

Normalmente tali *asset* sono pertanto rappresentati da crediti molto frazionati con un elevato grado di trasparenza statistico-finanziaria. Negli Stati Uniti, dove tale meccanismo finanziario si è sviluppato maggiormente, gli *asset* che hanno formato oggetto più frequentemente di operazioni della specie sono stati i crediti derivanti dall'utilizzo delle carte di credito, il leasing, i finanziamenti personali, i mutui ipotecari, e, da ultimo, i diritti cinematografici e musicali. Le operazioni finora effettuate in Italia hanno riguardato principalmente le sofferenze bancarie e i contratti di leasing³.

Una volta individuati gli *asset* che presentano le caratteristiche per essere cartolarizzati, il processo di *securitization* prosegue nella individuazione della struttura della cessione. In questa fase

*Funzionario della Banca d'Italia, Sede di Milano. Gli orientamenti espressi dall'autore non riflettono necessariamente quelli dell'Istituto di appartenenza.

¹ inteso questo come un insieme di atti preordinati e organizzati per il raggiungimento di un fine.

² normalmente le operazioni di cartolarizzazione hanno durata lunga e le attività cartolarizzate hanno la medesima vita media. Particolari strutture di cartolarizzazione prevedono l'utilizzo di *asset* di durata breve che presentano la caratteristica di poter generare ulteriori attività con le medesime caratteristiche (*revolving credit*). Ciò determina una maggiore complessità nella gestione dei flussi dell'operazione e costi amministrativi più elevati.

³ Nel caso del *leasing*, la cessione riguarda esclusivamente i crediti impliciti: il contratto di *leasing* e il bene fisico restano nella disponibilità del cedente.

assumono un ruolo chiave i meccanismi di isolamento, segregazione degli asset oggetto della securitization dal bilancio del cedente. L'operazione presuppone normalmente la costituzione di un intermediario specializzato (*Special Purpose Vehicle - S.P.V.*) che si rende titolare delle attività e che emette i titoli, allo scopo di garantire la completa indipendenza degli asset da cartolarizzare dal patrimonio e dalle vicende che interessano il soggetto cedente (*bankruptcy remote*).

L'emissione e il collocamento degli *A.B.S.* deve rispondere alle esigenze degli investitori e pertanto i flussi generati dagli asset devono essere "aggiustati e ricomposti" per costruire quelle caratteristiche (piano di ammortamento, tasso di interesse, valuta di denominazione, ecc.) dei titoli oggetto della "cartolarizzazione" che soddisfino le esigenze del mercato. Questa fase di "repackaging" è pertanto fondamentale per la riuscita dell'operazione e può comportare l'affiancamento di garanzie, l'utilizzo di forme di assicurazione, di strumenti derivati sui tassi o sulle valute, ecc. (cfr. infra).

I titoli (*Asset Backed Securities*), dovranno comunque essere emessi con la clausola "*limited recourse*", in base alla quale il pagamento degli interessi ed il rimborso del finanziamento potrà avvenire solo a condizione che abbia luogo l'incasso degli asset acquistati con il finanziamento dei titoli. Pertanto il soggetto emittente non risponde nei confronti dei soggetti eroganti se non nei limiti del portafoglio separato degli asset ceduti.

Una volta realizzata la cartolarizzazione occorre procedere alla gestione degli attivi ceduti per garantire i flussi di cassa al servizio dei titoli emessi.

Le operazioni di cartolarizzazione vengono realizzate per trasferire il rischio relativo agli asset ceduti ad altri soggetti. Il trasferimento è completo quando:

- ° la cessione avviene pro-soluto;
- ° vi è assenza di garanzia sui titoli da parte del cedente e del gruppo di appartenenza⁴;
- ° non vi sono rapporti partecipativi tra cedente e ceduto;
- ° viene evitato il riacquisto dei titoli da parte del cedente e degli altri soggetti appartenenti al medesimo gruppo dello stesso.

Segregazione degli asset

La segregazione degli asset è l'aspetto più rilevante del processo. Nell'esperienza internazionale, è stata realizzata attraverso due tipologie di soggetti: i fondi comuni e le società specializzate.

La prima tipologia di soggetto viene utilizzata principalmente in Francia (i c.d. *Fonds communs de créances*) e in Spagna (*Fondos de Titulizacion Hipotecaria*) per i prestiti ipotecari. Il conferimento degli attivi a fondi comuni specializzati consente la loro cartolarizzazione attraverso l'emissione delle quote di partecipazione. La configurazione dell'operazione è pertanto individuata dalla normativa inerente gli O.I.C.R..

La seconda tipologia di soggetto può realizzare il processo di cartolarizzazione attraverso due modalità distinte:

1. *pay-through*, in base al quale gli asset vengono "ceduti" all' *S.P.V.*, il quale emette in contropartita titoli sul mercato obbligazionario;
2. *pass-through*, in base al quale gli asset vengono conferiti all' *S.P.V.* (che ha natura di *trust*) il quale emette titoli di partecipazione che rappresentano quote del *trust*. Gli acquirenti dei titoli di questo intermediario diventano proprietari (*beneficial ownership*), attraverso l'*S.P.V.*, di quota parte dei debiti ceduti.

Limitando l'esame alla prima modalità, più comune⁵, l'operazione di *securitization*, nella sua forma più semplice, coinvolge tre soggetti:

⁴ in caso contrario il rischio riemergerebbe a livello consolidato.

⁵ le operazioni *pass-through*, nate per prime, sono di fatto superate per i problemi fiscali e di rispetto delle disposizioni di vigilanza da parte dei soggetti investitori, in relazione alla natura di *equity* del titolo derivante dall'operazione (cfr. Banca Commerciale Italiana: La cartolarizzazione dei crediti: le potenzialità per il sistema finanziario italiano pag. 3 in Tendenze monetarie n° 77 giugno 1999).

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

- il titolare dei crediti (“*Originator*”) che cede pro-soluto il portafoglio da titolarizzare;
- una società veicolo (*Special Purpose Vehicle - S.P.V.*), che acquista da quest’ultimo il portafoglio crediti provvedendo alla conversione dello stesso in attività negoziabili (*Asset Backed Securities – A.B.S.*);
- l’investitore che sottoscrive i titoli oggetto della cartolarizzazione.

Per realizzare il processo di segregazione, il quale impone che il soggetto interposto (*S.P.V.*) non debba essere influenzato dalle vicende del cedente (e in particolare dal rischio di fallimento), diviene necessario che:

- 1.1’*S.P.V.* debba essere completamente indipendente (dal punto di vista giuridico, economico e finanziario) dall’*Originator* ;
- 2.1’*S.P.V.* debba avere vita limitata e rivolgere la propria attività esclusivamente all’acquisto degli *asset*, senza effettuare alcun’altra operazione;
- 3.il suo azionista deve essere un soggetto a bassissimo rischio;
- 4.la cessione avvenga nella forma pro-soluto.

Il portafoglio degli *asset* così configurato viene destinato in via esclusiva a garantire il pagamento degli interessi e del capitale ai titolari delle *A.B.S.* emesse.

Credit enhancement

Il procedimento nella realtà non è mai così semplice sia per i vincoli normativo-fiscali che si incontrano nella configurazione dell’operazione, sia per la necessità di rendere più appetibile l’emissione dei titoli sul mercato, rispetto alle caratteristiche degli attivi cartolarizzati.

Vi sono tecniche, dette di “*credit enhancement*”, che consentono di colmare il divario tra le qualità del portafoglio e la propensione al rischio degli investitori e di migliorare il *rating* e/o di abbassare il tasso di emissione del prestito. Queste tecniche, che mettono in gioco altri soggetti nel processo di *securitization*, possono consistere:

- nell’ *over-collateralization*, ossia nell’emettere un importo complessivo di titoli *A.B.S.* inferiore al valore degli *asset* cartolarizzati;
- nel costituire un *reserve account*, formato dalla differenza (*excess-spread*) tra il tasso sugli *asset* e il rendimento subordinato per gli investitori, largamente superiore alla percentuale storica degli insoluti, in modo che, qualora si verificassero insolvenze o ritardi nei flussi, l’*S.P.V.* possa attingere al fondo di garanzia;
- nell’emissione di *tranche* subordinate di titoli (*junior class*) aventi rendimento (e rischio) maggiore, che costituiscono un cuscinetto di protezione rispetto alla *tranche* di *senior class*, la quale riceve i pagamenti in via prioritaria rispetto alla prima;
- nella costituzione di garanzie da parte di primari soggetti del mercato, a favore dei portatori dei titoli *A.B.S.*;
- in forme di assicurazione delle performance da parte di compagnie di assicurazione, per coprire il rischio di insolvenze superiori alle percentuali standard;
- nella costituzione di un deposito presso l’emittente di importo pari ad una percentuale del prezzo del portafoglio crediti, la cui restituzione, per interessi e capitale, è postergata al pagamento di quanto spettante ai detentori delle *A.B.S.*.

Le tecniche di cui sopra sono rilevanti per l’attribuzione alla emissione di un “*rating*” adeguato, necessario per realizzare il collocamento dei titoli.

Sulla base di quel che si è detto, il meccanismo dell’operazione risulta complesso e deve essere attentamente costruito in ogni dettaglio, in quanto una eventuale lacuna può produrre effetti economici sui flussi finanziari tali da rendere inefficace l’intero processo.

I soggetti che in ipotesi possono essere coinvolti nel processo di *securitization*, possono divenire numerosi, anche in relazione alle esigenze particolari che in ciascuna operazione può manifestarsi e alle capacità “creative” espresse nella costruzione delle stesse (cfr. schema 1):

- Agenzia di *rating*;

- Garante, che presta eventuali garanzie assicurative collaterali;
- Assicuratore, che interviene per coprire alcuni possibili rischi finanziari;
- *Merchant bank*, che fornisce la consulenza per la costruzione dell'operazione e si occupa del classamento dei titoli;
- *Trustee*, soggetto che rappresenta i portatori dei titoli e garantisce il corretto comportamento dell'S.P.V. emittente attraverso la possibilità di effettuare dei controlli e dare direttive, nonché, in alcuni casi, di sostituirsi al *Servicer*;
- *Sponsor*, che fornisce il proprio ausilio nella quotazione degli *A.B.S.* in un mercato regolamentato;
- *Conduit bank*, che si interpone tra l'S.P.V. cessionario e l'S.P.V. emittente per evitare problemi fiscali;
- *Servicer*, che può essere lo stesso *Originator*, incaricato di incassare ed amministrare i crediti ceduti, nonché di recuperare i crediti nel caso di inadempimento del debitore;
- *Back up servicer*, che subentra in tempi rapidissimi al *Servicer* nel caso in cui si verifichi un *Servicer Termination Event (ad es. fallimento)*;
- *Liquidity Provider*, che anticipa al cessionario la liquidità necessaria per il pagamento puntuale dei flussi necessari a fronteggiare le scadenze degli *A.B.S.*, nel caso in cui vi siano ritardi negli incassi dei flussi finanziari relativi al portafoglio crediti;
- *Swap provider*, che fornisce all'S.P.V. le opzioni che consentono a quest'ultimo di proteggersi dai rischi di variazione dei tassi di interesse e di cambio;
- Collocatore, che si occupa del collocamento dei titoli.

Finalità delle operazioni di cartolarizzazione

Le operazioni di cartolarizzazione consentono non soltanto di modificare la struttura finanziaria dell'azienda cedente, ma anche la possibilità di drastici mutamenti nella struttura dell'attivo e dei rischi. Permette quindi una elevata flessibilità nell'*asset-liability management*, consistente, ad es.:

- . nel rimuovere dall'attivo gli *asset* e dal passivo le riserve e i finanziamenti costituite per fronteggiarlo;
- . nell' abbandonare rapidamente settori ritenuti non strategici per concentrarsi nel "*core business*" (riposizionamento strategico), mantenere il rapporto con la clientela e arricchendone i servizi senza diffondere informazioni privilegiate (attraverso lo svolgimento dell'attività di *servicing*), senza utilizzare risorse proprie e accrescendo, pertanto, la componente di "servizi" rispetto a quella di "intermediazione danaro";
- . nel miglioramento della liquidità aziendale;
- . nella possibilità di ottenere finanziamenti correlati alle caratteristiche dell'attivo (ridurre il rischio di interesse);
- . nell'opportunità di entrare nel mercato del risparmio, avviando rapporti con investitori istituzionali e con i mercati internazionali;
- . nella possibilità di conservare, per le operazioni di *leasing*, il diritto alla riscossione dei canoni e all'ammortamento dei cespiti in quanto nel caso specifico vengono ceduti i crediti impliciti e non i beni dati in *leasing*, che rimangono nel patrimonio del cedente.

Particolari opportunità sorgono per gli operatori bancari in quanto l'operazione consente di:

- rafforzare la posizione sul mercato dei capitali;
- migliorare i *ratios* patrimoniali (mezzi propri/impieghi) e gli indici di redditività;
- ridurre il rischio creditizio e gestire in forma innovativa lo stesso.

La cartolarizzazione dei crediti comporta possibili miglioramenti anche nei mercati creditizi stimolando l'apertura di un mercato secondario di crediti bancari. Questo⁶ determina:

⁶ cfr. G.Szegö Il controllo del rischio di credito in Il rischio creditizio a cura di G.Szegö e F.Varetto - Utet 1999 pag. 20 e ss.

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

- un riesame del merito creditizio che introduce una più forte disciplina nella erogazione del credito;
- il superamento del rischio di concentrazione degli attivi attraverso la possibilità della cessione del rischio ad essi inerenti;
- la creazione e lo sviluppo di contratti derivati su crediti, di grande utilità per la gestione e il controllo del rischio.

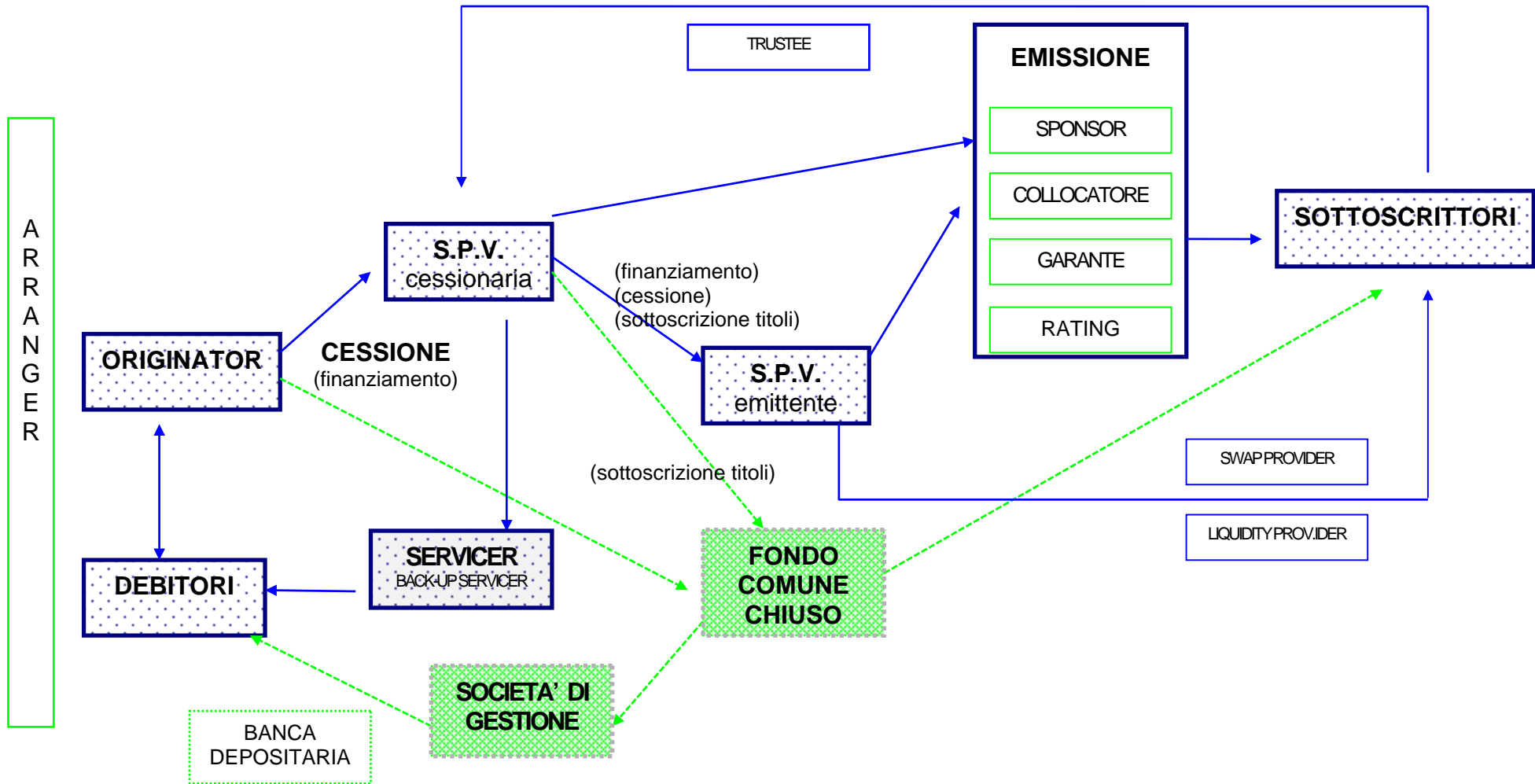
In conseguenza si potrebbe sviluppare una gestione degli *asset*, da parte degli intermediari finanziari, secondo logiche di portafoglio, con una specializzazione in specifici settori economici o territoriali nei quali si possiede un vantaggio conoscitivo.

Gli investitori vedono crescere le opportunità di impiego e di diversificazione dei rischi in relazione all'ampliamento della quantità e la gamma di strumenti disponibili, attraverso la sostituzione di titoli negoziabili (*A.B.S.*) ai tradizionali strumenti creditizi.

L'ampliamento dello spessore dei mercati finanziari, infine, apporta benefici nella ripartizione dei rischi anche a livello di sistema.

schema 1

STRUTTURA DELL' OPERAZIONE DI CARTOLARIZZAZIONE



La cartolarizzazione in Italia

In Italia il procedimento di cartolarizzazione si scontrava con problemi di carattere legale soprattutto nella fase di emissione dei valori mobiliari, per effetto della normativa civilistica che impone uno stretto rapporto tra i titoli di natura obbligazionaria emessi e il patrimonio della società (cfr. art. 2410 c.c., art. 11 T.U. bancario⁷ e relativa delibera di attuazione del CICR del 3 marzo 1994). Nel nostro ordinamento, infatti, il patrimonio societario assume una funzione di garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi. Per tale motivo l'*S.P.V.* emittente avrebbe dovuto dotarsi di ingenti mezzi patrimoniali, il che avrebbe reso l'operazione di *securitization* antieconomica e non competitiva. Viceversa nel caso della cartolarizzazione la tutela dei portatori dei titoli è assicurata dal processo di segregazione degli attivi sui quali vengono emessi gli *A.B.S.*. Questo processo assicura che l'*S.P.V.* non abbia alcuna capacità di attività autonoma che possa pregiudicare i creditori, i quali possono rivalersi solo sugli attivi oggetto di cartolarizzazione; gli investitori non possono avere alcuna pretesa nei confronti del *Vehicle* né dell'*Originator* in quanto i titoli vengono emessi con la clausola "*limited recourse*".

I vincoli normativi sopra accennati hanno comportato - in passato - l'esigenza di separare il processo di *securitization* attraverso la costituzione due *S.P.V.*, entrambe indipendenti dall'*Originator*:

- un *S.P.V.* che acquisti pro-soluto il portafoglio crediti ceduto dall'*Originator* e che, in quanto cessionario di crediti d'impresa, sia qualificata come società di *factoring* di diritto italiano (primo *Vehicle*);
- un *S.P.V.* (secondo *Vehicle*) costituito da un gruppo estero "*off-shore*" il quale da un lato effettui l'emissione delle *Asset Backed Securities*, dall'altro eroghi al primo *S.P.V.* italiano un finanziamento rimborsabile secondo i flussi finanziari derivanti dal portafoglio crediti; nel suo attivo figura pertanto, una attività - il prestito erogato - che "replica", quanto ai flussi generati e grado di rischiosità, il portafoglio crediti di proprietà dell'*S.P.V.* italiano.

La Legge 30 aprile 1999 n° 130

La progressiva diffusione anche in Italia del processo innovativo descritto ha fatto sorgere la necessità di rimuovere tali impedimenti normativi e rendere fiscalmente meno onerosa l'operazione. Un primo passo è stato realizzato attraverso la previsione normativa che consente, ai fondi comuni di investimento, di investire il patrimonio in qualsiasi "tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori", permettendo così la costituzione in Italia di "*Fonds commun de créances*" (art. 39, comma 2, lett. d T.U.I.F.⁸).

L'approvazione definitiva, in data 30 aprile 1999, della legge sulla cartolarizzazione dei crediti (Legge 30 aprile 1999 n° 130⁹) consente ora la realizzazione delle operazioni di cartolarizzazione anche in Italia, superando molti dei problemi prima descritti, avendone disciplinato la materia.

Un primo esame dei contenuti principali della Legge 130/99 fa emergere alcuni aspetti di rilievo. Il primo è contenuto nell'art. 1, il quale dispone che la legge si applichi ai "crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti". La previsione della applicazione ai soli crediti pecuniari potrebbe sembrare limitativa. Peraltro, considerato che tali crediti possono essere anche non ancora esistenti, il campo di applicazione si allarga di molto, potendo ricomprendere molte delle fattispecie di cartolarizzazione già realizzate in Italia e all'estero aventi oggetti non comuni (diritti cinematografici, immobili dati in affitto, ecc.).

⁷ Decreto legislativo 1 settembre 1993 n° 385 "Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia" d'ora in poi T.U. bancario.

⁸ Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n° 58 "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", d'ora in poi T.U.I.F.

⁹ d'ora in poi Legge 130/99.

Viceversa non è applicabile ad alcune fattispecie più “esotiche”, quali le “*sintetic securitization*” che si realizzano attraverso la cessione del solo rischio creditizio utilizzando strumenti derivati (*credit default swap*)¹⁰.

La cessione può avvenire sia nella forma pro-soluto che pro-solvendo, anche se appare più adatta la prima, in quanto consente la effettiva segregazione degli *asset*. Sembra che la Legge 130/99 non abbia voluto porre limitazioni alla forma della cessione per evitare di precludere eventuali tecniche innovative di cartolarizzazione e/o realizzare operazioni per fini specifici.

I crediti oggetto della cessione, essendo normalmente una pluralità di rapporti, possono essere individuabili “in blocco”. Per la individuabilità “in blocco” dei crediti occorre far riferimento a criteri oggettivi di omogeneità idonei a consentire ai debitori (e ai terzi in generale) la conoscibilità della cessione sulla base della pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale.

Per quanto concerne, invece, il riferimento ai “crediti futuri”, questi sono sicuramente quelli non ancora sorti ma derivanti da un rapporto contrattuale già esistente che esplicherà i suoi effetti in futuro, in quanto sono note le condizioni contrattuali circa i modi e i tempi dei pagamenti. E’ dubbia invece la riconducibilità nei crediti futuri di quei crediti per i quali non vi sia ancora un rapporto contrattuale, ma soltanto una aspettativa che si basa su stime storico-statistiche¹¹. La loro individuabilità ai fini dell’efficacia pubblicitaria avverrebbe attraverso i criteri oggettivi indicati per i crediti “in blocco”.

Da rilevare che la disciplina della cessione dei crediti futuri e “in massa” è già stata consentita dalla Legge 21.2.91 n° 52, che ha disciplinato la cessione dei crediti d’impresa, al fine di favorire lo sviluppo in Italia del factoring¹², altrimenti limitato dalle disposizioni civilistiche. L’art. 3 della legge 52/91 consente la cessione “anche prima che siano stati stipulati i contratti dai quali sorgeranno” e, nel caso questi siano anche “in massa”, possono essere ceduti purché “sorgeranno da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a ventiquattro mesi” e purché sia individuato il debitore ceduto.

Con riferimento alla operazione di cessione, la legge prevede un quadro normativo di favore che, sulla base della pubblicazione della cessione sulla Gazzetta Ufficiale e attraverso l’applicazione dei meccanismi dell’art. 58 T.U. bancario¹³, facilita tra l’altro l’opponibilità ai terzi, il trasferimento delle garanzie accessorie e le eventuali trascrizioni nei pubblici registri.

Nel nostro ordinamento la segregazione dei crediti ceduti si realizza ora attraverso:

1. la cessione di tali crediti ad una società cessionaria specializzata nelle operazioni della specie (art. 3);

¹⁰ Il D.Lgs. 17 agosto 1999 n° 299 ha disciplinato la trasformazione in titoli delle quote annuali versate dai lavoratori a titolo di “Trattamento di Fine Rapporto” da versarsi ai fondi pensione di cui al D.Lgs. 21 aprile 1993 n° 124. A tali operazioni, che hanno natura sperimentale in quanto possono essere effettuate solo dal 1999 al 2003 e da particolari soggetti (emittenti quotati, quotandi ed emittenti nella cui compagine sociale rientrino operatori qualificati), non si applica la Legge 130/99 in quanto hanno finalità particolari (sviluppo della previdenza complementare attraverso lo smobilizzo del TFR senza depauperare la liquidità delle imprese). Queste vengono realizzate con modalità particolari: il fondo pensione apporta il credito del TFR al capitale dell’impresa debitrice, la quale compensa tale debito con l’emissione di azioni, obbligazioni o altri titoli *cum warrant* riservati al fondo pensione. L’operazione avviene, pertanto, senza l’intervento del *Vehicle* attraverso l’emissione di titoli “tipizzati”. Sull’argomento cfr. A.Caccamo T.E. Romolotti: “Cartolarizzazione del TFR: riflessioni sul procedimento e sui titoli emettibili” in *Diritto e Pratica delle Società* n° 22 del 6.12.1999.

¹¹ cfr. sull’argomento E. Spano *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione in Giurisprudenza commerciale* 1999, I, pag. 436.

¹² si pensi alla più favorevole disciplina della revocatoria fallimentare (art. 6) e della opponibilità della cessione ai terzi (art. 5).

¹³ l’applicazione dell’art. 58 T.U. è stato esteso con D.Lgs. 4.8.99 n° 342 a tutti gli intermediari iscritti nell’elenco speciale.

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

2. il vincolo di destinazione, in via esclusiva, delle somme corrisposte dai debitori ceduti alla soddisfazione dei diritti incorporati nei titoli emessi per l'acquisto dei crediti cartolarizzati (oltre che per pagare i costi della procedura) (art. 1, comma 1, lett. b).

Con riferimento al primo punto, la Legge istituisce una nuova tipologia di intermediario finanziario specializzato nella realizzazione delle operazioni in esame, le “società per la cartolarizzazione dei crediti” che si rendono cessionarie dei crediti da cartolarizzare ed emettono i titoli oggetto della cartolarizzazione. Le due funzioni possono essere svolte anche da due soggetti diversi (cessionario ed emittente), entrambi qualificati quali “società per la cartolarizzazione dei crediti” e disciplinati dalle medesime norme.

Entrando più nel dettaglio, la disciplina delle “società per la cartolarizzazione dei crediti” prevede:

- ⇒ l'esclusività dell'oggetto sociale nella realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione;
- ⇒ la separazione del patrimonio della “società” rispetto al portafoglio di crediti ceduti e tra i più portafogli oggetto di operazioni di cartolarizzazione diverse, al fine di “segregare” i patrimoni ceduti;
- ⇒ l'applicazione alle stesse della disciplina del titolo V del T.U. bancario, ad eccezione, tra le altre, della previsione inerente il capitale minimo di L. 1 mld.¹⁴.

L'attività svolta dal cessionario, rientrando nel titolo V del T.U. bancario, comporta l'obbligo di iscrizione del *Vehicle* nell'elenco generale ex art. 106 e, ai sensi del Decreto del Ministero del Tesoro del 4 aprile 2001¹⁵, anche a quello “speciale” ex art. 107, anche in assenza dei requisiti dimensionali.

I margini di flessibilità normativa consentiti dal T.U. bancario permettono infatti di definire con normativa secondaria (Decreto del Ministero del Tesoro) sia i criteri specifici per l'iscrizione delle società del tipo in esame nell'elenco speciale (art. 107, 1° comma T.U. bancario) che la individuazione di requisiti patrimoniali particolari (art. 106, 4° comma lett. b). Tale possibilità è stata utilizzata per imporre una disciplina meno stringente alle “società per la cartolarizzazione dei crediti”, tenuto conto dell'assenza di rischio assunto dal Veicolo e dalla necessità di evitare allo stesso di dover sostenere oneri elevati.

Ciò anche in relazione all'assenza della funzione di garanzia del patrimonio della società veicolo nei confronti dei portatori dei titoli, in quanto questi ultimi sono garantiti solo dai crediti segregati. L'indifferenza del patrimonio societario spiega anche l'esclusione operata dalla Legge 130/99 (art. 5, comma 2) dall'applicazione dei limiti giuridici all'emissione di obbligazioni (artt. da 2410 a 2420 del c.c.) e alla raccolta del risparmio dal pubblico (art. 11 comma 2 del T.U. bancario), sottraendo così le emissioni di titoli oggetto di cartolarizzazione dai vincoli di correlazione al capitale proprio.

L'esclusione dall'applicazione della normativa civilistica sulle obbligazioni pone qualche problema di inquadramento della natura dei titoli A.B.S.: sembrerebbe che la Legge 130/99 abbia voluto individuare una nuova tipologia di titoli senza peraltro specificarne la disciplina nella Legge, ma tipicizzandoli solo dal punto di vista fiscale (cfr. infra).

Alle emissioni di A.B.S. si applica la disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio, per la quale la Consob ha emanato un'apposita disciplina¹⁶ inerente per la redazione del prospetto informativo (art. 2, 2° e 3° comma) e per regolare l'obbligo di sottoposizione a “rating” nel caso in cui l'operazione sia rivolta al pubblico oltre che agli investitori istituzionali¹⁷.

¹⁴ il capitale nelle società della specie non esprime la funzione di garanzia verso i terzi portatori dei titoli emessi: la loro tutela è rappresentata dai crediti acquistati.

¹⁵ che ha modificato ed integrato il D.M. del 13.5.1996 relativo all'individuazione dei criteri per l'iscrizione degli intermediari finanziari nell'elenco speciale.

¹⁶ Provvedimento Consob n° 12475 del 6 aprile 2000

¹⁷ Provvedimento Consob n° 12175 del 2 novembre 1999

Per la quotazione in Borsa degli A.B.S. per via telematica, la Borsa S.p.A. ha (21.9.99) integrato il “Regolamento dei mercati organizzati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.”.

Sotto il profilo fiscale, è prevista l'applicazione della disciplina fiscale ordinaria sui titoli emessi, consistente nella ritenuta del 12,5% sugli interessi. E' stata così evitata l'applicazione dei regimi più severi previsti per i titoli atipici.

Destà, viceversa, qualche perplessità l'applicazione alle “società veicolo” della disciplina fiscale ordinaria (nessuna previsione è infatti contenuta nella legge), considerata la precipua funzione svolta di segregare degli attivi e non essendo, sostanzialmente, un soggetto finalizzato a scopo di lucro. Ciò potrebbe comportare dei costi aggiuntivi alla procedura di cartolarizzazione e, pertanto, aumentarne i costi.

Da rilevare infine la disciplina fiscale di favore (art. 6, 2° comma) per le operazioni di cartolarizzazione realizzate dalle banche sulle sofferenze entro due anni dalla data di entrata in vigore della Legge: la possibilità di imputare direttamente al patrimonio netto (riserve patrimoniali) le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti e sulle garanzie prestate al cessionario, trasferendole al conto economico per cinque esercizi in quote costanti.

L'ultimo articolo della Legge 130/99 (art. 7) dispone l'applicazione delle norme, “in quanto compatibili”, alle operazioni di cartolarizzazione realizzate tramite:

- ° fondi comuni di investimento aventi ad oggetto crediti;
- ° l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte delle società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli.

La prima fattispecie (fondi comuni) è disciplinata dal Testo Unico sugli intermediari finanziari e dalla normativa di attuazione. Quest'ultima, in particolare¹⁸, prevede la forma “chiusa” del fondo e l'obbligo di investimento esclusivo in crediti o in titoli rappresentativi di crediti.

La seconda fattispecie fa riferimento alle operazioni di *subparticipation*, che realizzano la segregazione all'interno del bilancio del cedente. Queste infatti consistono¹⁹ in un finanziamento concesso dal veicolo che emette i titoli all'*Originator* su di una massa ben individuata di crediti e nel vincolo contrattuale di destinazione dei pagamenti effettuati dai debitori alla restituzione di tale finanziamento. I debiti restano correlati ai titoli emessi dalla società veicolo pur restando di proprietà dell'*Originator*. Tale opzione sembra poter consentire lo sviluppo del c.d. *project financing*.

Diverse sono le perplessità in ordine alla disciplina della Legge 130/99 applicabile a queste ultime fattispecie, per le quali si rinvia alle pagine che seguono, che esaminano i singoli aspetti inerenti al processo di cartolarizzazione, nell'ottica particolare dei controlli di vigilanza.

¹⁸ D.M. 24.5.1999 n° 228 e Provvedimento della Banca d'Italia del 20.9.1999.

¹⁹ cfr. relazione allo schema di legge n° 5058.

I controlli di vigilanza sul processo di cartolarizzazione dei crediti

Il processo di cartolarizzazione rappresenta un sistema di collegamento tra il mercato dei crediti e il mercato degli strumenti finanziari. Questi due mercati sono fondati su schemi e tecniche operative diverse e sono caratterizzati da meccanismi di valutazione delle informazioni contrapposti: nel mercato creditizio le informazioni sono valutate in forma riservata dagli intermediari; nel mercato degli strumenti finanziari vi è una visibilità pubblica delle informazioni per la valutazione da parte di tutti gli operatori del mercato. L'integrazione tra i due mercati non avviene, peraltro, con la diffusione delle informazioni riservate²⁰. L'interesse degli Organi di vigilanza è pertanto rilevante

Le finalità del controllo sul processo di *securitization* si collega agli obiettivi di carattere generale (art. 5 T.U. bancario) di stabilità complessiva del sistema, di tutela del risparmio, di efficienza del sistema finanziario.

Finalità più specifiche riguardano la promozione del mercato della cartolarizzazione attraverso un sistema che rafforzi la fiducia del pubblico e degli operatori. Come si è già rilevato, il mercato della cartolarizzazione è in grado di produrre notevoli benefici e innovazioni nel mercato del credito e nello sviluppo del mercato finanziario.

La cartolarizzazione dei crediti, soprattutto quando questi non originano dal mondo industriale, comporta la frammentazione del ciclo produttivo tipico del sistema finanziario (raccolta di fondi tra il pubblico, selezione dei soggetti da finanziare, erogazione del prestito, contabilizzazione e gestione del medesimo). La vigilanza sugli *S.P.V.* permette di controllare una parte importante del ciclo produttivo del mercato del credito e di evitare un'interruzione sul flusso informativo sui crediti oggetto di cartolarizzazione²¹.

La tutela dei terzi e del mercato viene realizzata attraverso:

- la trasparenza delle caratteristiche del portafoglio crediti ceduti, con particolare riferimento ai flussi finanziari che tale portafoglio provoca nel tempo a favore dei portatori dei titoli;
- la efficacia delle tecniche realizzate per “collegare” i portafogli crediti ai titoli emessi che, come si è avuto modo di rappresentare, comportano l'intervento di diversi soggetti soprattutto per consentire di migliorare le caratteristiche dei titoli emessi (*credit enhancement*).

Una delle finalità della Legge 130/99 è pertanto quella di far sì che le operazioni di cartolarizzazione avvengano sotto lo stretto controllo degli Organi di vigilanza.

Il processo è infatti verificato dagli Organi di vigilanza in tutti i momenti in cui si spiega. In particolare, tali Organi effettuano i propri controlli per seguire i flussi finanziari del sistema e della singola operazione, per verificare il rispetto dei limiti operativi e dei comportamenti imposti agli operatori, per garantire che l'informativa sulle operazioni creditizie non subisca inopportune interruzioni; per verificare il rispetto delle disposizioni inerenti la trasparenza degli strumenti finanziari nella fase di emissione, collocamento ed eventuale quotazione in borsa.

Gli aspetti che rilevano ai fini di vigilanza sono diversi (cfr. schema 2) e riguardano diversi momenti del processo:

- l'operazione di **cessione** pone problemi di stabilità degli intermediari quando gli operatori coinvolti sono soggetti vigilati;
- l'**emissione dei titoli** pone problemi di funzionalità dei mercati e di tutela del risparmio, e quindi la legge sottopone le operazioni della specie ai controlli della Banca d'Italia in tema di emissioni di valori mobiliari ai sensi dell'art. 129 T.U. bancario;

²⁰ cfr. A.P. Soda: “La tutela degli investitori e i poteri di controllo di Banca d'Italia e Consob” intervento al convegno organizzato da Banca CRT e Unione industriali di Torino il 23 settembre 1999.

²¹ cfr. intervento del dr. G. Berionne al convegno presso la C.C.I.A.A. di Milano il 18.10.1999

- l'attività svolta dal **Vehicle** è un'attività finanziaria, considerato che tali soggetti intervengono nelle operazioni di *securitization* quali cessionari di crediti (spesso di natura finanziaria) e che tale attività è qualificata dal D.M. 6.7.94 quale attività di finanziamento. Essa rientra pertanto nella disciplina del titolo V del T.U. bancario;
- analoghe disposizioni valgono per le **società emittenti** i titoli diverse dall' *S.P.V.* cessionario, considerato che le stesse finanziano - attraverso l'emissione - l'acquisto di crediti da parte dell' *S.P.V.* cessionario medesimo.
- anche il servizio di management dei crediti oggetto di cartolarizzazione (servizi di cassa e dei pagamenti, riscossione crediti) - **servicing** - assume rilievo per la funzione informativa e di controllo che il soggetto incaricato deve svolgere e che, per tale motivo, questo può essere solo un soggetto vigilato dalla Banca d'Italia (banca o intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale ex art. 107 T.U. bancario);
- il **collocamento** degli *A.B.S.* sul mercato ed eventualmente la quotazione in Borsa, avvengono anch'essi secondo i principi normativi di carattere generale, sulla base di una specifica normativa secondaria;
- le operazioni di cartolarizzazione realizzate tramite **fondi comuni chiusi** seguono la disciplina ordinaria sui fondi comuni, a cui si aggiungono le disposizioni della Legge 130/99 "in quanto compatibili".

La Legge 130/99 non predispone, infatti, un modulo di vigilanza particolare per le operazioni della specie: vengono realizzati, invece, interventi specifici sui singoli atti del processo, sulla base della disciplina di carattere generale eventualmente adattata alla particolare situazione del processo in esame.

Ciò deriva dal fatto che la normativa introdotta in Italia si innesta in un meccanismo delle operazioni di cartolarizzazione che già esisteva, ma che presentava dei vincoli che ne limitavano l'efficacia. La Legge ha inteso rimuovere tali vincoli senza porsi l'obiettivo di disciplinare *ex novo* l'intero processo di cartolarizzazione in forma unitaria (si è già avuto modo di esporre per sommi capi le modalità con le quali le operazioni di cartolarizzazione venivano realizzate prima dell'emanazione della Legge 130/99, la disciplina che veniva applicata e i problemi riconducibili all'assenza di disposizioni specifiche).

Così anche gli interventi di vigilanza non sono predisposti per l'operazione unitariamente intesa, ma riguardano i singoli atti del processo e vengono attuati secondo le modalità già consolidate, con gli eventuali e opportuni adattamenti (ad es. l'applicazione della procedura di cui all'art. 58 T.U. bancario alle cessioni, l'approvazione del prospetto informativo per il collocamento degli *A.B.S.*). Anche la costituzione delle "Società per la cartolarizzazione dei crediti" era già sottoposta alla disciplina generale che veniva applicata secondo modalità specifiche, nei limiti della flessibilità che la disciplina consentiva.

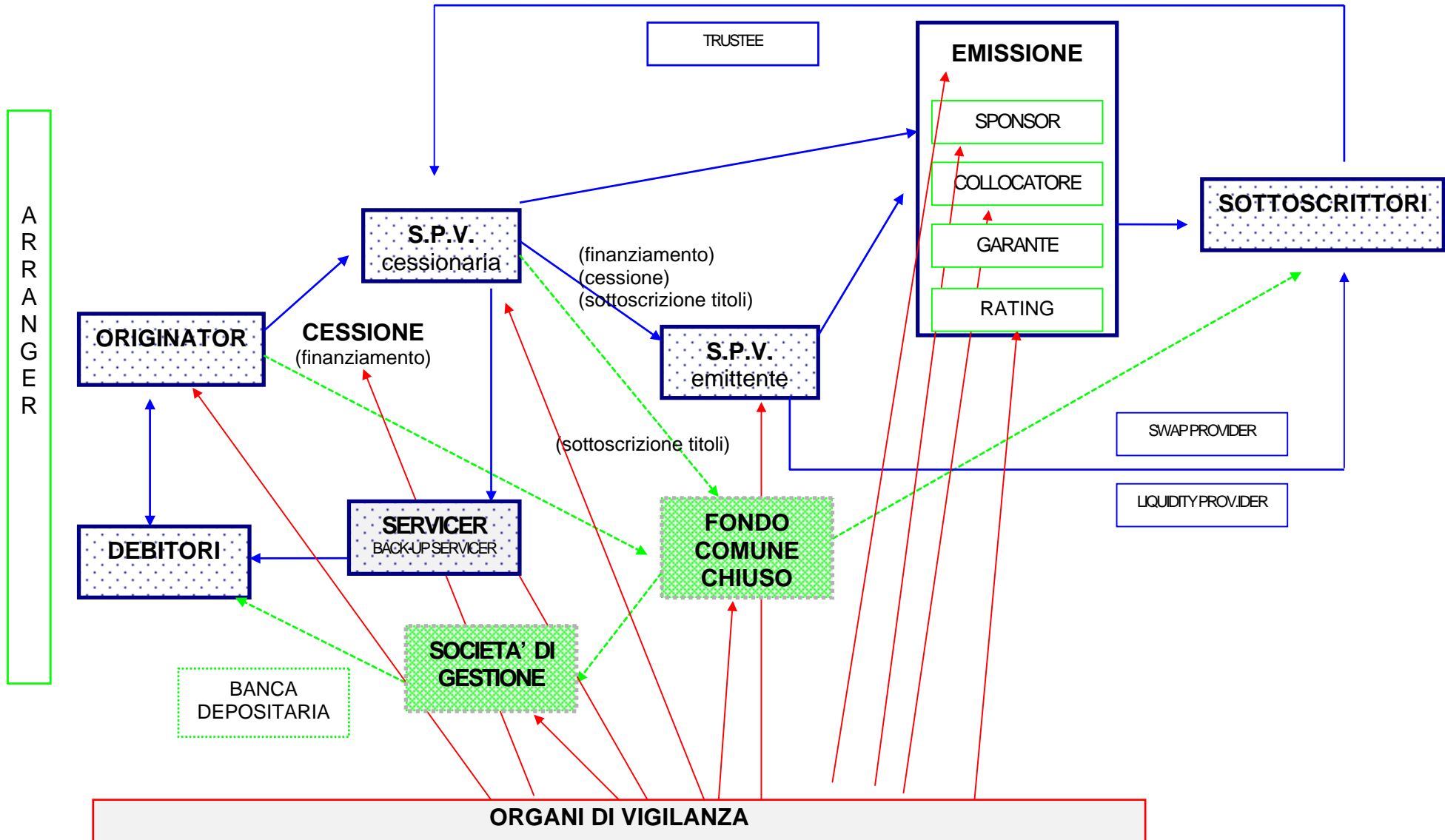
L'approccio di vigilanza descritto, da un lato presenta il vantaggio di disporre di un vasto strumentario da applicare con flessibilità alle diverse possibili caratteristiche con le quali viene realizzata l'operazione di cartolarizzazione e alla natura dei soggetti coinvolti, dall'altro, forse presenta l'inconveniente di un appesantimento degli interventi di vigilanza su un processo che presenta un fine unitario.

Quanto sopra esposto fa ritenere opportuno, da un punto di vista prettamente metodologico della presente esposizione, "fare a pezzi" il processo di cartolarizzazione ed esaminare, momento per momento, i singoli atti con cui viene realizzato, individuando, per ciascuno di essi, gli aspetti di vigilanza coinvolti.

La tabella della pagina seguente, che ricalca quella precedente, dà una descrizione sommaria dei punti in cui intervengono gli Organi di vigilanza.

schema 2

OPERAZIONE DI CARTOLARIZZAZIONE E INTERVENTI DI VIGILANZA



Le operazioni e i soggetti che compongono il processo di cartolarizzazione dei crediti

ARRANGER

L'*Arranger* è quel soggetto che cura la “costruzione” dell’operazione di cartolarizzazione. Si tratta spesso di una società finanziaria o una banca che espleta la funzione di merchant bank, oppure una SIM o una società di consulenza finanziaria. Quasi sempre, pertanto, si tratta quindi di un soggetto sottoposto a vigilanza.

L'*Arranger* cura spesso anche altre attività che rientrano nel quadro della cartolarizzazione: il collocamento sul mercato, la quotazione in borsa dei titoli e la loro sponsorizzazione. Normalmente interviene anche per realizzare le tecniche di *credit enhancement*, volte a rendere le caratteristiche dei titoli da emettere più aderenti alle esigenze del mercato.

Si tratta di soggetti di elevato *standing*, conosciuti sui mercati internazionali (quantomeno per quelle operazioni di rilevante ammontare da collocare su tali mercati) in quanto sono garanzia della buona costruzione dell’operazione e favoriscono l’affidamento degli investitori.

La figura dell’*Arranger* non è disciplinata dalla Legge 130/99 ma, a seconda della sua natura giuridica (SIM, banca), dalla normativa che regola il settore di appartenenza (rispettivamente Testo Unico sull’intermediazione finanziaria e Testo Unico bancario).

ORIGINATOR

La Legge 130/99 non disciplina nulla con riferimento all’*Originator*, che può pertanto essere qualsiasi soggetto che ha interesse a cartolarizzare i propri crediti.

Peraltro, la normativa si attaglia maggiormente ai soggetti aventi natura finanziaria. L’esigenza che le operazioni sottostanti siano uniformi e omogenee e la limitazione posta dall’art. 1, 1° comma L.130/99 ai soli “crediti pecuniari” comporta che l’*Originator* dell’operazione di cartolarizzazione, pur potendo essere qualsiasi tipologia di impresa, è spesso rappresentato da un intermediario finanziario sottoposto a vigilanza (banca, intermediario finanziario disciplinato dal titolo V del Testo Unico bancario). Inoltre la normativa presenta aspetti fiscali vantaggiosi, limitati ai primi due anni di vigenza della Legge, per le operazioni di cartolarizzazione che riguardano le sofferenze bancarie²².

Nei casi in cui la veste dell’*Originator* sia indossata da un intermediario vigilato, l’Organo di Vigilanza valuta la coerenza dell’operazione con le strategie aziendali e le implicazioni sui profili tecnici e organizzativi²³. In particolare, sotto il profilo di rischiosità viene analizzata l’“effettiva fuoriuscita del rischio” dal bilancio della banca, al fine di escludere gli *asset* ceduti dai *ratios* patrimoniali: non devono essere previsti obblighi di riacquisto o comunque a sostenere perdite per le attività cedute; non deve esserci alcun collegamento tra l’ente finanziario e i soggetti

²² cfr. art. 6, comma 3 L. 130/99. Più in dettaglio tale aspetto è trattato nella parte inerente i contenuti della Legge 130/99.

²³ cfr. Istruzioni di vigilanza per le banche, Titolo IV (Patrimonio di vigilanza), cap. 2 (Coefficiente di solvibilità) par. 2.5 (Calcolo delle attività a rischio: il sistema delle ponderazioni - Crediti cartolarizzati), pag. 7:

“In caso di cartolarizzazione dei propri crediti, le banche portano a conoscenza della Banca d’Italia la struttura tecnico-giuridica delle operazioni e forniscono ogni elemento utile che consenta di valutare se e in quale misura l’operazione comporti un effettivo trasferimento dei rischi su altri soggetti.

Qualora risulti che i rischi, o una parte di essi, permangono in capo alla banca cedente, la Banca d’Italia stabilisce uno specifico trattamento ai fini del coefficiente di stabilità, dandone apposita comunicazione alla banca.”

che intervengono nell'operazione (*Vehicle, Issuer, Enhancer, ecc.*). Per la quota di rischio eventualmente rimasta a carico della banca, viene richiesto un apposito requisito patrimoniale. L'obbligo di comunicare la struttura tecnico giuridica delle operazioni che si intendono realizzare è pertanto volto a valutare l'effettiva traslazione del rischio. La diversità nelle modalità tecniche di "cartolarizzazione" comporta la necessità che l'Organo di Vigilanza valuti caso per caso gli effetti sui *ratios* patrimoniali di ciascuna operazione proposta²⁴.

Sono inoltre date delle prescrizioni in ordine alle modalità di iscrizione delle operazioni nel bilancio e nelle segnalazioni di vigilanza e viene richiesta un'ampia informazione delle operazioni nella nota integrativa al bilancio.

La cartolarizzazione dei crediti delle banche pone infatti problemi di convenienza ai fini dell'applicazione dei predetti *ratios*. Nei paesi dove la tecnica della *securitization* è già sviluppata, le banche tendono a cartolarizzare i crediti migliori in quanto ciò comporta dei vantaggi nell'applicazione del *solvency* a parità di rischiosità complessiva. La cartolarizzazione dei crediti bancari comporta per la banca *Originator* la necessità di prestare garanzie e/o di sottoscrivere i titoli più rischiosi (*junior class*), con clausola di subordinazione. L'entità della sottoscrizione e/o garanzia è direttamente proporzionale alla qualità dei crediti ceduti. Considerato che i crediti ceduti non comportano l'applicazione del *solvency*, che invece si applica sui titoli sottoscritti o sulle garanzie rilasciate, la cartolarizzazione di crediti di qualità migliore comporta normalmente un minor peso complessivo del coefficiente di solvibilità rispetto al rischio effettivamente sostenuto, tenuto conto che i meccanismi di ponderazione che lo regolano non discriminano la qualità dei titoli acquisiti, ma esclusivamente la tipologia di emittente.

La tendenza a cartolarizzare crediti in sofferenza, appare pertanto una caratteristica tutta italiana, volta a migliorare la rappresentazione nel bilancio della situazione dell'intermediario.

E' allo studio presso il Comitato di Basilea sulla Vigilanza bancaria, una modifica dell'Accordo sugli standard di capitale del luglio 1988 per ridurre, oltre alle disparità competitive, anche le finalità elusive delle operazioni di cartolarizzazione. In particolare, nel documento del giugno 1999 "A new Capital Adequacy Framework" viene proposta una ponderazione dei titoli A.B.S., ai fini dell'applicazione del *solvency*, che varia dal 20% al 150% a seconda del *rating* assegnato alla particolare *tranche* di titoli e, per i titoli più rischiosi con *rating* peggiore, la deduzione dell'importo sottoscritto dal patrimonio di vigilanza²⁵.

Con la comunicazione del 17 marzo 2000 la Banca d'Italia ha fornito dei criteri per valutare il trattamento prudenziale dei titoli sottoscritti dalla banche nelle operazioni di cartolarizzazione, differenziato a seconda del grado di subordinazione dei titoli stessi ai fini del rimborso (titoli "senior", "mezzanine" e "junior"). La disciplina prevede, in via generale, che ai titoli A.B.S. si applichi la ponderazione maggiore tra quelle riferite alle singole controparti dell'attivo cartolarizzato. Nel caso di acquisto, da parte della banca, di titoli "senior", si applica un requisito patrimoniale pari all'8% dell'ammontare acquistato; per i titoli "junior" e "mezzanine", viceversa, occorre effettuare la deduzione dal patrimonio di vigilanza.

E' prevista peraltro una disciplina più favorevole per i titoli "junior" e "mezzanine" nelle operazioni realizzate ai sensi della Legge 130/99²⁶. In tal caso deve essere comunque rispettato: a livello globale, il coefficiente dell'8% sull'attivo cartolarizzato; a livello di singola banca, l'8% sui titoli sottoscritti. Inoltre, il trattamento prudenziale grava ovviamente in prevalenza sui titoli

²⁴ La cartolarizzazione si presta infatti a pratiche elusive dei requisiti patrimoniali. Ad esempio l'intermediario può sottoscrivere garanzie sull'operazione di cartolarizzazione dei propri crediti ceduti che, attraverso specifiche clausole contrattuali, pesano sul patrimonio di vigilanza in maniera significativamente inferiore.

²⁵ cfr. Comitato di Basilea: "A New Capital Adequacy Framework" giugno 1999 pag. 36.

²⁶ Il provvedimento prevede che questa si applichi nel caso in cui "la società veicolo abbia al proprio attivo unicamente i crediti oggetto di cartolarizzazione e non possa indebitarsi ulteriormente rispetto al capitale e ai titoli emessi". "Tali ultime condizioni devono ritenersi soddisfatte nel caso in cui la società veicolo sia costituita ai sensi della legge n° 130 del 30.4.1999",

assoggettati ad un grado di subordinazione maggiore e, se il rischio non è completamente coperto dai titoli maggiormente subordinati, anche sui titoli con un livello di subordinazione minore. In particolare:

- per i titoli “junior” si applica un trattamento prudenziale pari al minor onere tra l’ammontare dei titoli della specie detenuti e il requisito complessivo delle attività cartolarizzate moltiplicato per la quota di titoli “junior” detenuti sul totale degli stessi;
- per i titoli “mezzanine” occorre distinguere due situazioni:
 - a) se l’importo dei titoli “junior” emessi è pari o superiore al requisito di patrimonializzazione totale delle attività cartolarizzate, si applica anche ad essi (come per i titoli “senior”) il requisito dell’8%;
 - b) nel caso contrario si applica la medesima disciplina dei titoli “junior” limitatamente alla quota non coperta da questi ultimi, e quindi il minor onere tra l’ammontare dei titoli della specie detenuti e il requisito complessivo delle attività cartolarizzate non coperto dai titoli “junior”, moltiplicato per la quota di titoli “mezzanine” detenuti sul totale. Resta fermo che tale importo non può essere inferiore all’8% della quota titoli posseduti.

Tali criteri si applicano, nella sostanza, anche quando sono sottoscritti titoli di natura diversa (“senior” e “junior”, “senior” e “mezzanine”, “junior” e “mezzanine”).

CESSIONE

L’operazione di cessione è fondamentale nel processo di cartolarizzazione. A tale operazione la Legge 130/99 dedica l’art. 4 che facilita, come si è visto, l’efficacia della cessione tra le parti e nei confronti dei terzi.

Inoltre, la Legge non dispone alcun vincolo sulla forma della cessione (che può avvenire sia nella forma pro-solvendo che pro-soluto). Il meccanismo di segregazione sembra però più facilmente realizzabile attraverso la cessione pro-soluto dei crediti pecuniari.

La disciplina della cessione prevista dal codice civile si presenta poco idonea a realizzare l’operazione della specie. Più adatta la disciplina della Legge 21 febbraio 1991 n° 52 che ha rappresentato un rilevante progresso. Questa normativa, infatti, oltre a istituire controlli di vigilanza sul settore, ha realizzato un quadro normativo più adeguato alle esigenze delle imprese, superando i problemi normativi derivanti dall’applicazione della normativa civilistica (artt. 1260 e ss. C.C.) sulla cessione del credito²⁷. La disciplina codicistica è, infatti, “volta a regolamentare la cessione del singolo rapporto creditizio e mal si adatta a disciplinare un’attività sicuramente più complessa. Il superamento dello schema negoziale codicistico ha infatti consentito di attribuire una funzione nuova, complessa e professionale alla particolare attività²⁸, consistente nel trasferimento di una globalità di crediti d’impresa e quindi di realizzare un importante servizio per le imprese.

Sulla base della Legge 52/91 la cessione è opponibile ai terzi anche senza la notifica al debitore, quando il corrispettivo sia stato pagato in tutto o in parte. Viene inoltre consentita la cessione dei crediti individuabili “in massa” anche se non esistenti al momento della cessione medesima²⁹, purché i contratti da cui scaturiscono siano stipulati entro due anni dalla cessione. La disciplina è comunque applicabile solo alle cessioni effettuate da un imprenditore ad un soggetto finanziario dei crediti derivanti dall’esercizio dell’impresa.

²⁷ l’art. 1264 c.c. dispone l’efficacia della cessione del credito nei confronti del debitore dal momento in cui questo l’ha accettata o gli è stata notificata; l’art. 1265 c.c. determina l’efficacia verso i terzi sulla base della notifica al debitore.

²⁸ cfr. relazione alla legge in esame.

²⁹ l’art. 3 della Legge 52/91 consente che i crediti possano essere ceduti “anche prima che siano stipulati i contratti dai quali sorgeranno” e la possibilità di cedere i crediti “esistenti o futuri .. anche in massa”.

L'estensione dell'applicazione della procedura prevista dall'art. 58 del T.U. bancario³⁰ (sulla cessione dei beni e rapporti giuridici individuabili "in blocco") anche alle cessioni di crediti a favore di "S.P.V." (e pertanto riferibili a "crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili "in blocco" se si tratta di una pluralità di crediti") realizza un ulteriore passo avanti sotto tale aspetto, in quanto rende opponibile ai debitori ceduti e ai terzi la cessione sulla base della pubblicazione della stessa sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, senza la necessità di una notifica individuale ai debitori.

Considerato che, nel caso della cartolarizzazione, i crediti vengono ceduti normalmente "in blocco" e che possono essere ceduti anche crediti futuri, la pubblicazione viene effettuata indicando semplicemente i criteri per la identificazione del portafoglio ceduto.

Da rilevare, inoltre, che la diversa formulazione tra la Legge 130/99 e la Legge 52/91 deriva dalla differente funzioni economiche delle rispettive normative (rispettivamente attuare operazioni di cartolarizzazione e realizzare la funzionale cessione di crediti d'impresa) e quindi anche dell'oggetto della cessione: l'elemento fondamentale per l'individuazione dei crediti "in massa" risiede nella loro "comune imputazione al medesimo soggetto". Inoltre, "l'indicazione del credito ceduto è condizione necessaria perché una cessione in massa possa ritenersi con oggetto determinato"³¹. Nelle operazioni di cartolarizzazione, viceversa, la cessione può essere "in blocco" quando riguarda crediti con uno o più elementi distintivi comuni (forma tecnica, settore economico di destinazione dei crediti, tipologia di controparte, periodo delle operazioni creditizie, ecc.). Questi aspetti devono essere specificati nel contratto di cessione.

Vi sono inoltre altri elementi conseguenti all'applicazione della procedura dell'art. 58 T.U. bancario che favoriscono l'efficace realizzazione delle cessioni effettuate a fini di *securitization*:

- l'automatico trasferimento, con il medesimo grado, delle garanzie accessorie che eventualmente assistono i crediti ceduti;
- l'efficacia delle trascrizioni nei pubblici registri dei beni oggetto di leasing compresi nella cessione;
- la sottrazione alla revocatoria fallimentare dei pagamenti effettuati dal debitore ceduto e la riduzione ad un quarto dei termini ordinari entro il quale le cessioni possono subire la revocatoria fallimentare.

Quest'ultimo aspetto riduce il rischio che, in caso di fallimento del cedente, l'intera operazione possa essere oggetto di contestazione.

FINANZIAMENTO

³⁰ Art. 58 T.U.B., commi 2, 3, 4 e 7 così come modificato dal D.Lgs. 342/99:

"2. La banca cessionaria dà notizia dell'avvenuta cessione mediante pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. La Banca d'Italia può stabilire forme integrative di pubblicità.

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.

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

...

7. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle cessioni in favore dei soggetti diversi dalle banche, inclusi nell'ambito della vigilanza consolidata ai sensi dell'art. 65 e in favore degli intermediari iscritti all'elenco speciale previsto dall'art. 107."

³¹ cfr. D. La Licata "La cessione di rapporti giuridici 'individuabili in blocco' nell'art. 58 T.U. bancario" Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia aprile 1997 pag. 16

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

Nel caso in cui il processo di cartolarizzazione si realizzi attraverso il finanziamento, da parte della “società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli”, al cedente, l’art. 7 della Legge 130/99 precisa che le disposizioni che riguardano il cedente ed il cessionario si intendono riferite rispettivamente al finanziato e al finanziatore. Le stesse disposizioni della Legge 130/99 si applicano all’ipotesi in esame “in quanto compatibili”.

Occorre pertanto individuare quali debbano essere le norme che possono applicarsi alle fattispecie in esame, per consentire che si realizzi correttamente la segregazione degli *asset* e quindi il vincolo di destinazione delle somme corrisposte dai debitori alla soddisfazione dei diritti incorporati nei titoli *A.B.S.*.

Tra le norme che si adattano alla situazione vi sono sicuramente:

- l’art. 1 inerente:
 1. l’applicazione delle norme ai soli crediti pecuniari esistenti e/o futuri, in blocco;
 2. l’obbligo che il finanziatore sia una società per la cartolarizzazione dei crediti;
 3. la destinazione esclusiva delle somme corrisposte dai debitori al soddisfacimento dei diritti incorporati dai titoli;
- l’art. 2 inerente:
 4. la redazione del prospetto informativo
 5. l’obbligo della valutazione da parte di una società di *rating* nel caso in cui i titoli siano destinati ad investitori non professionali;
 6. l’obbligo dello svolgimento del *servicing* da parte di una banca o di un intermediario iscritto all’ “elenco speciale”;
- l’art. 3 per gli aspetti che riguardano:
 7. l’oggetto esclusivo dell’ *S.P.V.*;
 8. l’applicazione a quest’ultima della disciplina del titolo V del T.U. bancario;
- l’art. 5 inerente:
 9. la specificazione della disciplina applicabile alla emissione dei titoli (applicazione art. 129 e 143 T.U. bancario; esenzione dell’ art. 11 T.U. bancario e della disciplina civilistica sui limiti quantitativi alla raccolta e artt. da 2410 a 2420);
- l’art. 6 per gli aspetti che riguardano:
 10. il trattamento fiscale degli *A.B.S.*.

Sorgono dei dubbi, invece, sulla applicabilità delle norme inerenti:

 - A. la separatezza patrimoniale di ciascun portafoglio crediti oggetto di cartolarizzazione rispetto agli altri e rispetto al patrimonio della società per la cartolarizzazione dei crediti (art. 3, 2° comma);
 - B. la disciplina della cessione (applicazione dell’art. 58 T.U. bancario, opponibilità della cessione e effetti sulla revocatoria fallimentare) (art. 4);
 - C. le disposizioni sulla iscrizione in bilancio delle minusvalenze di cessione (art. 6, 3° e 4° comma).

Gli aspetti normativi indicati sub A e B assumono peraltro una certa rilevanza ai fini della segregazione del portafoglio oggetto di cartolarizzazione.

Con riferimento al primo aspetto si ritiene che la separatezza patrimoniale dovrebbe potersi applicare in capo allo stesso *Originator*, considerato che il portafoglio crediti viene mantenuto, nella fattispecie in esame, nel patrimonio di quest’ultimo, con vincolo di destinazione a favore del *Vehicle*.

Anche con riferimento al secondo aspetto (disciplina particolare della cessione), appare necessario che questo venga applicato alla situazione in esame sia per garantire un collegamento diretto tra portafoglio cartolarizzato e titoli emessi (opponibilità ai terzi del vincolo di destinazione dei rapporti creditizi e ammissione delle sole azioni a tutela dei diritti incorporati nei crediti) sia per garantire parità di trattamento tra le varie fattispecie disciplinate dalla Legge 130/99 (applicazione

disciplina ex art. 58 T.U. bancario, trasferimento automatico delle garanzie accessorie sui crediti, sottrazione alla revocatoria fallimentare dei pagamenti dei debitori).

Il principio della parità di trattamento appena affermato farebbe propendere per l'applicazione anche delle disposizioni di favore sulle minusvalenze derivanti dalle eventuali garanzie rilasciate dal finanziato e poste a copertura delle operazioni di cartolarizzazione.

Si rileva, altresì, che dal tenore letterale della norma sembrerebbe esclusa la possibilità di realizzare l'operazione attraverso due veicoli (il cessionario e l'emittente)³².

SOCIETA' PER LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI (cessionaria e/o emittente)

Prima dell'emanazione della Legge 130/99 la costituzione di società della specie presentava aspetti di problematicità soprattutto con riferimento alla segregazione del patrimonio. Le società in questione, dovendosi rendere cessionarie di portafogli di crediti sui quali erogavano un finanziamento, rientravano nelle società disciplinate dal titolo V del T.U. bancario³³ alla stessa stregua delle società di *factoring*, anche se con caratteristiche del tutto peculiari. Restava comunque problematico isolare gli attivi di cui la società si rendeva cessionaria dalle vicende della società medesima e del gruppo di appartenenza, mancando i vincoli normativi sulla destinazione del portafoglio ceduto.

La legge sulla cartolarizzazione dei crediti consente ora la costituzione anche in Italia di intermediari specializzati nella realizzazione delle operazioni di cartolarizzazione.

Uno degli aspetti più rilevanti della legge riguarda proprio la disciplina delle "società per la cartolarizzazione dei crediti" (S.C.C.) (art. 3). Queste sono i soggetti cessionari o, se diversi, i soggetti emittenti i titoli nelle operazioni di cartolarizzazione e devono possedere un oggetto sociale esclusivo, consistente nella realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione.

Il *Vehicle* non sopporta alcun rischio di credito per effetto del collegamento diretto dei titoli al portafoglio crediti ceduto, determinato dal vincolo di destinazione delle somme corrisposte dai debitori al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e dei costi sostenuti per l'operazione. D'altra parte la S.C.C. non ha neppure la gestione del portafoglio medesimo, essendo questa delegata a soggetti terzi (i *Servicer*).

Attività accessorie sono consentite solo se finalizzate al "buon fine dell'operazione di cartolarizzazione"³⁴ quali quelle necessarie a realizzare le tecniche di *credit enhancement*.

Per consentire la segregazione del portafoglio ceduto, il 2° comma dell'art. 3 dispone che il patrimonio della "società" è separato rispetto al portafoglio dei crediti ceduti³⁵. Analoga separazione esiste inoltre tra i diversi portafogli oggetto di operazioni di cartolarizzazione quando la società ne realizza più d'una.

La funzione del *Vehicle* è quindi di natura strumentale, simile a quella svolta da un fondo comune di investimento³⁶. Questo, pur rendendosi cessionario del portafoglio crediti, non ha, di fatto, la titolarità dei relativi diritti. Nei confronti dei titoli emessi non risponde direttamente col proprio patrimonio per effetto del predetto vincolo di destinazione.

³² La Legge 130/99 prevede da una parte che il finanziamento venga erogato dalla società che emette i titoli; dall'altra che i richiami al "cessionario" debbono intendersi riferiti al "finanziatore". Pertanto il finanziatore si identifica col cessionario e questo deve essere anche emittente.

³³ e conseguentemente iscritte nell'elenco generale ed eventualmente in quello "speciale".

³⁴ art. 2, 3° comma lett. f) Legge 130/99.

³⁵ viene pertanto operata una deroga all'applicazione dell'art. 2740 c.c.

³⁶ Da rilevare, peraltro, che assumendo il *Vehicle* veste societaria, diversamente dal diritto anglosassone, questo assume formalmente un proprio ruolo imprenditoriale con finalità lucrativa, che non risponde alla funzione sostanziale del *Vehicle*.

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

In relazione alla separatezza patrimoniale dell'attivo cartolarizzato rispetto al patrimonio dell'S.P.V., la disciplina del bilancio specificamente adottata per tali soggetti³⁷ prevede che le operazioni di cartolarizzazione non vengano contabilizzate nello stato patrimoniale³⁸, ma trovino evidenza solo nella nota integrativa.

Alle "società per la cartolarizzazione dei crediti" si applica la disciplina del titolo V del T.U. bancario, con alcune eccezioni e cautele³⁹, onde consentirne la funzionalità per la caratteristica attività che tali soggetti sono votati a svolgere.

Innanzitutto non si applica la disposizione dell'art. 106 del T.U. bancario (comma 3, lett. c) che impone un capitale versato minimo pari a cinque volte quello previsto dal Codice civile per le società per azioni (L. 1 miliardo). Ciò in quanto in capitale, nel caso delle "società per la cartolarizzazione dei crediti" non esprime la funzione di tutelare l'affidamento dei terzi nei confronti della stessa: nel caso specifico gli unici "terzi" sono rappresentati dai portatori dei titoli emessi, la cui tutela è affidata ai meccanismi di "collegamento" dei propri diritti al portafoglio ceduto. Un *Vehicle* può pertanto costituirsi nella forma di società a responsabilità limitata con un capitale di L. 20 milioni versato per L. 6 milioni.

Può sembrare paradossale che un soggetto qualificato come "finanziario" possa avere una dotazione patrimoniale così ridotta quando, per altri soggetti con la stessa natura, vengono richieste dotazioni patrimoniali elevate. Ciò si spiega considerando la funzione tipica dei soggetti in esame, consistente nel mero tramite dei flussi finanziari e di garanzia della segregazione del patrimonio nell'ambito del più ampio processo di cartolarizzazione, al fine di consentire a un altro soggetto di collocare sul mercato un proprio portafoglio crediti attraverso l'emissione di titoli.

Il ruolo del *Vehicle* è pertanto quello di contribuire a realizzare il "collegamento" tra il portafoglio cartolarizzato e i titoli emessi, senza assumere una funzione attiva nel processo. La dotazione di mezzi patrimoniali elevati potrebbe anzi rappresentare un vincolo alla realizzazione dell'operazione in quanto il costo del capitale dovrebbe essere assorbito dal processo di cartolarizzazione e quindi riflettersi sui tassi dei titoli, creando possibili problemi di fattibilità dell'operazione in relazione alle condizioni del mercato dei titoli di natura obbligazionaria.

Circa il modulo di vigilanza applicato alle S.C.C., è da precisare preliminarmente che questi, intervenendo nelle operazioni di *securitization* in qualità di cessionari, sono qualificati dal D.M. 6.7.94 quali soggetti finanziari. L'S.P.V. deve quindi essere iscritto nell'elenco generale previsto dall'art. 106 del T.U. bancario e nell'elenco speciale ex art. 107 T.U.⁴⁰, anche in assenza dei requisiti dimensionali⁴¹. Il "*vehicle*" deve pertanto essere sottoposto al controllo della Banca d'Italia e all'applicazione degli strumenti di vigilanza.

Per i motivi descritti più sopra, peraltro, il modulo di vigilanza applicato ai soggetti in questione è più attenuato rispetto alle altre società iscritte nell'elenco speciale, tenuto conto dell'assenza di rischio assunto dal Veicolo⁴² e dalla necessità di evitare allo stesso di dover sostenere oneri elevati. In particolare, l'S.C.C. viene sottoposto ad obblighi informativi

³⁷ Provvedimento della Banca d'Italia n° 88723 del 29 marzo 2000.

³⁸ Contrariamente a quanto doveva essere fatto in assenza del provvedimento in questione.

³⁹ art. 3, comma 3 L. 130/99

"3. Alla società cessionaria e alla società emittente i titoli si applicano le disposizioni contenute nel titolo V del T.U. bancario, ad esclusione dell'art. 106, commi 2 e 3 lettere b) e c), nonché le corrispondenti norme sanzionatorie previste dal titolo VIII dello stesso testo unico"

⁴⁰ cfr. D.M. 4.4.2001

⁴¹ volume di attività finanziarie, ivi incluse le operazioni fuori bilancio, superiori a 200 mld. di lire ovvero mezzi patrimoniali superiori a 10 mld. di lire

⁴² cfr. B.Bianchi La titolarizzazione dei crediti nel mercato italiano: aspetti regolamentari e di vigilanza in AA.VV. Lo sviluppo della securitization in Italia pag. 84-85 e AA.VV. Cartolarizzazione dei crediti e scelte gestionali delle banche in Osservatorio monetario n°2/1999 a cura di Assbank e Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

semplificati⁴³ ed esonerato dalla disciplina non conforme alla natura della società: alcuni istituti, quali i coefficienti prudenziali (coefficiente di solvibilità, disciplina della concentrazione dei rischi), non si adattano all'attività dei soggetti in questione. Più in dettaglio, gli obblighi inerenti la partecipazione alla Centrale dei Rischi e l'Archivio unico informatico ex Legge 197/91 potrebbero essere assolti dal cedente quando questo è un soggetto finanziario vigilato; in caso contrario potrebbe assolverli il "Servicer" (cfr. oltre), considerato che questo soggetto deve essere una banca o un intermediario iscritto all'elenco speciale e quindi già sottoposto, per sua natura, a tali incombenze.

In relazione alla limitata operatività delle società in esame, derivanti da:

- il vincolo di destinazione dei pagamenti da parte dei debitori ceduti;
- l'esistenza del *servicer*, il quale svolge i compiti più rilevanti (cfr. infra);
- la possibilità di effettuare investimenti per importo e tempo limitato alla disponibilità dei flussi di cassa,

il modulo della vigilanza in via continuativa su tali soggetti consiste nel controllo della correttezza dei comportamenti e del rispetto delle limitazioni operative, insieme alla verifica della sussistenza di un grado di assetto organizzativo minimo che garantisca la regolarità delle operazioni affinché si mantengano efficaci le modalità realizzate per "collegare" i portafogli crediti ai titoli emessi.

Come si vede, da un lato tali soggetti sono sottoposti ad una disciplina di vigilanza più stringente (in relazione all'iscrizione nell'"elenco speciale"), dall'altra, le modalità con cui questa viene concretamente attuata sono più attenuate. Questa apparente contraddizione si può spiegare con la delicatezza del meccanismo di cartolarizzazione e con la necessità di evitare, dal punto di vista degli Organi di controllo, la perdita di informazioni sui crediti oggetto di cartolarizzazione.

Quanto sopra esposto si applica anche alle **società emittenti** i titoli diverse dalle società cessionarie, considerato che le stesse finanziano - attraverso l'emissione - l'acquisto di crediti da parte della società cessionaria medesima. I rapporti tra S.P.V. cessionario e S.P.V. emittente possono essere di diverso tipo:

- concessione di un prestito da parte dell'emittente al cessionario;
- cessione del portafoglio dal cessionario all'emittente;
- acquisto, da parte dell'emittente, di titoli emessi dal cessionario.

Nel caso in cui la cartolarizzazione avvenga attraverso un'operazione di finanziamento, il ruolo della S.C.C. è quello di erogare il finanziamento ed, in contropartita, emettere gli A.B.S..

In tal caso la segregazione degli *asset* avviene all'interno del patrimonio dell'*Originator* finanziato. Resta fermo il diritto dei possessori dei titoli a rivalersi esclusivamente sui crediti a cui è collegato il finanziamento.

Il ruolo della S.C.C., in questo caso, appare meno rilevante e rivolto principalmente all'aspetto della emissione degli A.B.S..

VEICOLO FONDO

Come si è visto, la disciplina sulla cartolarizzazione tramite "*fonds de creances*" è precedente (anche se di poco) alla Legge 130/99, che l'ha in qualche aspetto integrata. Ripercorriamo l'iter normativo, anche se è opportuno precisare fin da ora che la stessa non ha mai avuto applicazione concreta in Italia.

Il Testo Unico sull'intermediazione finanziaria ha, come noto, riorganizzato la disciplina sui fondi comuni (ormai denominati con l'acronimo O.I.C.R.), unificandola (prima esistevano diverse

⁴³ per i soggetti già operanti in tale comparto e iscritti nell'elenco speciale è prevista un'informativa statistico-contabile semplificata sull'andamento dei crediti

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

leggi che disciplinavano le singole categorie di fondi⁴⁴), ampliandone le possibilità operative e realizzando una sostanziale delegificazione volta a rendere più flessibili le norme, per adeguarle all'intensa innovazione finanziaria del settore. Per tali motivi la disciplina italiana può essere considerata oramai una delle più avanzate in Europa.

La disciplina legislativa, infatti, non prevede più l'esistenza di diverse tipologie di fondi comuni e, conseguentemente, le categorie di attività acquisibili dagli stessi: le tipologie di O.I.C.R. sono determinate dal Ministero del Tesoro con proprio regolamento. E' compito poi del regolamento del singolo fondo individuare: il tipo di beni, strumenti finanziari e altri valori in cui è possibile investire le disponibilità del fondo⁴⁵.

Il Ministero del Tesoro, con Decreto del 24.5.99 n° 228⁴⁶, e la Banca d'Italia, con Provvedimento del Governatore del 20.9.99, hanno di fatto istituito la categoria dei "fondi comuni di crediti", specificando che il patrimonio di tali fondi devono essere investiti esclusivamente in crediti oggetto del processo di cartolarizzazione⁴⁷ e che tali fondi devono avere natura "chiusa"⁴⁸.

La forma chiusa del fondo è infatti sicuramente la più idonea a realizzare la *securitization*.

Da rilevare, peraltro, che non sono stati costituiti, finora, Veicoli della specie. Le motivazioni risiedono, presumibilmente, nel fatto che tale soluzione appare poco flessibile, "poco efficiente a perfezionare operazioni caratterizzate dalla tipicità delle singole fattispecie per le quali occorre assicurare risposte mirate"⁴⁹.

⁴⁴ Legge 77 del 23.3.1983 sui fondi aperti, D.Lgs. 84 del 25.1.92 sulle SICAV, Legge 344 del 14.8.1993 sui fondi chiusi, Legge 86 del 25.1.94 sui fondi immobiliari.

⁴⁵ art. 39 T.U.I.F.

"1. Il regolamento di ciascun fondo comune di investimento definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica la società promotrice, e la banca depositaria, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo.

2. Il regolamento stabilisce in particolare:

....

d) il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo;

...."

⁴⁶ art. 37 del T.U.I.F.

"1. Il Ministero del Tesoro, del bilancio e della programmazione economica, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento con riguardo:

a) all'oggetto dell'investimento;

....

2. Il regolamento previsto dal comma 1 stabilisce inoltre:

a) le ipotesi nelle quali deve adottarsi la forma del fondo chiuso;

...."

⁴⁷ Provvedimento BI del 20.9.99 sez. III punto 5.

"Nel caso di fondi istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione dei crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, il patrimonio del fondo è investito per intero in tali crediti".

⁴⁸ art. 4 D.M. 24.5.99 n° 228 commi 1 e 2

"1. Le SGR possono istituire fondi di investimento il cui patrimonio è investito in una o più delle categorie di beni indicati nel comma 2. ...

2. Il patrimonio del fondo è investito nei seguenti beni:

...

e) crediti e titoli rappresentativi di crediti;

...."

art. 12 D.M.24.5.99 n° 228 comma 1

" 1. Sono istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, nei beni indicati dall'art. 4, comma 2, lettere d), e) e f), nonché nei beni indicati alla lettera b) dello stesso comma, diversi dalle quote di OICR aperti, in misura superiore al 10%.

...."

⁴⁹ Circolare A.B.I. del 9 agosto 1999 pag. 4

Attraverso tale entità si costituisce, pertanto, il *Vehicle* della cartolarizzazione, che acquisisce i crediti ed emette le quote di partecipazione. E' da ritenere che il fondo comune di credito possa costituire anche il solo "secondo" Veicolo, quello cioè che provvede alla sola emissione: il Decreto del Ministero del Tesoro, infatti, specifica che il fondo è investito in crediti o in "titoli rappresentativi di crediti". Questi potrebbero essere rappresentati dai titoli emessi dal "primo" Veicolo costituito nella forma di società di cartolarizzazione dei crediti esclusivamente cessionaria, realizzando così una struttura "mista" *S.P.V.-Fondo*.

L'art. 7 della Legge 130/99 ha poi integrato le disposizioni del T.U.I.F., specificando che le proprie disposizioni si applicano, "in quanto compatibili", all'ipotesi in esame. Resta da verificare quali debbano essere le norme che possono applicarsi alle fattispecie in esame e come si possa conseguentemente configurare la procedura di cartolarizzazione.

Tra le norme che si adattano alla situazione in esame vi sono:

- l'art. 1 che circoscrive i crediti cartolarizzabili (crediti pecuniari esistenti e/o futuri, in blocco) e favorisce la segregazione del portafoglio (destinazione esclusiva delle somme corrisposte dai debitori al soddisfacimento dei diritti incorporati dai portatori delle quote);
- l'art. 2 inerente gli obblighi informativi specifici verso i sottoscrittori (redazione del prospetto informativo; obbligo della valutazione da parte di una società di *rating* nel caso in cui i titoli siano destinati ad investitori non professionali);
- l'art. 4 sulla disciplina della cessione (applicazione dell'art. 58 T.U. bancario, opponibilità della cessione e effetti sulla revocatoria fallimentare);
- l'art. 6 per gli aspetti che riguardano le disposizioni sulla iscrizione nel bilancio del cedente delle minusvalenze di cessione:

Si ritiene, viceversa, che non siano applicabili le norme inerenti specificamente gli *S.P.V.* (art. 1, 1° comma lett. a⁵⁰; art. 3⁵¹) e l'art. 6 in ordine al trattamento fiscale degli *A.B.S.*, atteso che le quote dei fondi comuni già sono disciplinate da una normativa fiscale di favore.

In ordine al contenuto dell'art. 5 (disciplina applicabile alla emissione dei titoli), si ritiene che anche alle quote dei fondi comuni di crediti debbano applicarsi gli art. 129 e 143 T.U. bancario. (richiamati dal predetto articolo), per uniformità di trattamento rispetto alle altre forme di cartolarizzazione: non si vede perché la cartolarizzazione tramite "fondi di crediti" debba essere esentata dalle formalità prescritte dai predetti articoli considerato che si tratta di una modalità particolare con la quale si realizza lo stesso risultato⁵². Con riferimento agli altri aspetti regolati dallo stesso articolo, l'esenzione dall'applicazione dell'art. 11 T.U. bancario inerente la raccolta del risparmio tra il pubblico appare pleonastica, mentre non si ataglia alla fattispecie, in quanto disciplinata in maniera specifica dal T.U.I.F., l'esenzione dalla normativa civilistica sulle obbligazioni (artt. da 2410 a 2420).

Circa l'obbligo dello svolgimento del servicing da parte di una banca o di un intermediario iscritto all' "elenco speciale" (art. 2, comma 6), si ritiene che tali compiti possano essere svolti validamente dalla banca depositaria e dalla *S.G.R.* che gestisce il fondo. La Legge 130/99 affida infatti al *Servicer* funzioni di controllo di conformità alla Legge e al prospetto informativo di tutte le operazioni svolte nell'ambito del processo di cartolarizzazione. Tali funzioni sembrano

⁵⁰ sull'obbligo che il cessionario sia una società per la cartolarizzazione dei crediti.

⁵¹ che disciplina le Società di cartolarizzazione dei crediti sugli aspetti inerenti l'oggetto esclusivo, la separazione patrimoniale di ciascun portafoglio crediti oggetto di cartolarizzazione rispetto agli altri e rispetto al patrimonio della società per la cartolarizzazione dei crediti, l'applicazione a quest'ultima della disciplina del titolo V del T.U.B.

⁵² si rappresenta, per completezza, che il 5° comma lett. c) dell'art. 129 T.U. esclude l'applicazione delle proprie disposizioni alle quote o titoli rappresentativi di *O.I.C.R.*; viceversa l'art. 7 della Legge 130/99 dispone l'applicazione di tutte le norme della Legge stessa anche nel caso di fondi di credito "in quanto compatibili". Si ritiene che quest'ultimo principio, che ispira l'uniformità di trattamento, prevalga sulla disposizione di esclusione dell'art. 129 T.U.

assimilabili a quelle svolta dalla banca depositaria nella gestione dei fondi comuni⁵³. Si ritiene pertanto che nel caso di “fondi di crediti”, la funzione di controllo possa essere accentrata alla banca depositaria evitando così possibili sovrapposizioni e aspetti conflittuali tra i vari operatori, con una riduzione dei costi.

S.G.R.

L'interposizione dell'S.G.R. nel processo di cartolarizzazione deriva dalla mancanza di soggettività giuridica del Fondo. E' la società di gestione che istituisce e gestisce il Fondo, anche se, nel caso dei fondi di crediti, la gestione si rivolge esclusivamente alla riscossione dei crediti e alla amministrazione dei temporanei flussi di cassa che si rendono disponibili in relazione all'incasso dei crediti fino al pagamento di quanto di competenza dei portatori dei titoli. Gli altri compiti relativi ai servizi di cassa e di pagamento (che la Legge 130/99 attribuisce al *Servicer*), si ritiene che possano essere validamente svolti dalla banca depositaria (cfr. quanto riferito innanzi con riferimento al Fondo comune).

Per il ruolo che svolge la S.G.R., nel caso della gestione di fondi di crediti, con forti limitazioni operative, assume rilievo ai fini di vigilanza⁵⁴ (come per i *Special Purpose Vehicle* in relazione al più volte richiamato principio della parità di trattamento tra le diverse fattispecie) il controllo della correttezza dei comportamenti e del rispetto delle limitazioni operative, insieme alla verifica della sussistenza di un assetto organizzativo minimo che garantisca la regolarità delle operazioni affinché si mantengano efficaci le modalità realizzate per “collegare” i portafogli crediti ai titoli emessi.

SERVICER

Sulla base di quanto disposto dall'art. 2 della Legge 130/99⁵⁵, il ruolo del *Servicer* consiste:

- a) nell'amministrare il portafoglio per conto del *Vehicle* e assisterlo nelle sue incombenze, in particolare raccogliendo le somme dovute secondo il contratto di cessione, avviare e seguire le procedure di *enhancement*, negoziare i diritti e saldare quanto dovuto;
- b) nel verificare che le operazioni siano conformi alla Legge, al Prospetto informativo;
- c) nel rendere conto del lavoro svolto al *Vehicle*, all'Organo di vigilanza e al *Trustee* attraverso la predisposizione periodica di *reports* che evidenzino l'attività di incasso e di realizzo dei crediti con riferimento alle quote di capitale, di interesse e di penali, e di ogni altra somma dovuta in relazione alla cessione.

La Legge sembra pertanto aver affidato a tale soggetto il compito di seguire i flussi finanziari derivanti dal processo di cartolarizzazione, gestendone i relativi aspetti amministrativi, con ampi poteri discrezionali, affinché garantisca che le somme via via acquisite consentano di soddisfare gli impegni derivanti dall'emissione dei titoli e, in caso di necessità, attivare le garanzie e le linee di credito disponibili.

E' pertanto un ruolo di primo piano in quanto consiste nel gestire in via continuativa il processo di cartolarizzazione di cui, pertanto, il *Servicer* ne ha la responsabilità.

⁵³ cfr. in proposito quanto riportato nella parte riguardante il *Servicer*, inerente i rapporti tra questo e gli altri soggetti che intervengono nella procedura di cartolarizzazione.

⁵⁴ cfr. in proposito il Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 20.9.1999 sulla disciplina delle S.G.R. e del 24.12.1999 sui prospetti e schemi contabili degli O.I.C.R.

⁵⁵ art. 2 comma 6 L. 130/99

“6. I servizi indicati nel comma 3 lett. c), del presente articolo [riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento] sono svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del testo unico bancario, i quali verificano che le operazioni siano conformi alla legge e al prospetto informativo.”

E' in relazione a tale responsabilità e al possesso di tutte le informazioni su come procede il processo di cartolarizzazione che la Legge 130/99 gli affida anche funzioni di controllo sul rispetto di tutte le norme (di legge e del prospetto informativo) che regolano il processo e che garantiscono l'effettiva segregazione del patrimonio ceduto, assicurando, in particolare, che i diritti dei sottoscrittori dei titoli vengano soddisfatti, secondo le modalità definite e nei tempi programmati, dai flussi che scaturiscono dal portafoglio ceduto.

Tali compiti di controllo fanno parzialmente assimilare il ruolo del *Servicer* nel processo di cartolarizzazione a quello della banca depositaria nella gestione dei fondi comuni. Questa, infatti, in quanto ha il compito di custodire gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide dei fondi⁵⁶ esercita funzioni di controllo attraverso, tra l'altro, il rifiuto di eseguire le istruzioni della società di gestione quando queste siano "contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza"⁵⁷.

La rilevanza del ruolo svolto spiega perché questo possa essere esercitato solo da banche o intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale ex art. 107 T.U., che sono soggetti sottoposti ad una pregnante vigilanza dalla Banca d'Italia. Il legislatore ha pertanto ritenuto che in relazione alla delicatezza del ruolo, solo tali soggetti diano garanzie di un assetto organizzativo adeguato allo svolgimento dei compiti, di procedure contabili affidabili e di un sistema di controlli interni efficiente.

Da rilevare, inoltre, che la legge sembra consentire che più soggetti possano svolgere il ruolo del *Servicer*, ognuno con funzioni diverse, né sembra escluso che alcune attività specifiche (ad esempio l'attività di recupero crediti) possano essere delegate a terzi per essere svolte più efficacemente, sotto la responsabilità del *Servicer* medesimo.

Il rapporto tra *S.P.V.* e *Servicer* sembra pertanto caratterizzato da un accordo col quale il primo incarica il secondo di amministrare per proprio conto tutte le attività derivanti dal processo di cartolarizzazione, in considerazione del fatto che la segregazione del patrimonio impone che il *Vehicle* sia il più possibile ininfluenza sul processo (cfr. in proposito quanto riferito in occasione dell'esame della figura dell'*S.P.V.*). E per tale motivo appare non percorribile l'ipotesi che il *Vehicle*, in quanto soggetto iscritto nell'Elenco speciale, possa svolgere direttamente il *servicing*.

Invece, nel caso in cui il cedente sia una banca o una società finanziaria iscritta all'Elenco speciale, non vi sono elementi ostativi affinché questo possa svolgere anche il *servicing*, anche perché in tal modo tale soggetto può mantenere un rapporto continuativo con la propria clientela, pur eliminando il rischio creditizio.

Si ritiene infine che lo stesso assetto organizzativo debba essere mantenuto nel caso in cui l'operazione di cartolarizzazione sia svolta attraverso un'operazione di finanziamento anziché di cessione. Mentre, nel caso in cui sia realizzata nella struttura del "fondo di crediti", appare naturale che il *servicing* venga svolto dalla stessa banca depositaria, attesa la sostanziale assimilazione dei ruoli più sopra descritta.

EMISSIONE

Il processo di costruzione dell'operazione di cartolarizzazione si conclude con la definizione delle caratteristiche dei titoli che vengono emessi e collocati sul mercato, suddivise nelle diverse classi (*senior*, *mezzanine*, *junior*, ecc.), con diverso grado di esigibilità e seconda dei privilegi gravanti sui flussi di cassa generati dal portafoglio di crediti ceduto.

La Legge 130/99 dà poche indicazioni sulla natura dei titoli, mentre impone, in tutti i casi, la redazione del prospetto informativo il quale deve contenere molte precisazioni inerenti le caratteristiche dei titoli medesimi. Tale approccio sembra volto a lasciare libera espressione

⁵⁶ art. 36, comma 2 T.U.I.F.

⁵⁷ art. 38, comma 1. lett. a) T.U.I.F.

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

all'innovazione nella costruzione dell'operazione, evitando vincoli non giustificati che potrebbero limitarla, imponendo peraltro un aspetto procedurale che garantisca trasparenza alla stessa.

In tale spirito la Legge, infatti, esclude l'applicazione degli articoli del Codice civile dal 2410 al 2420⁵⁸ - ovverosia tutta la sezione VII del titolo V inerente le obbligazioni societarie - e dell'art. 11, comma 2 del T.U. bancario⁵⁹. Con tali esclusioni sono stati resi inefficaci i limiti quantitativi, rapportati ai mezzi propri, nell'emissione di titoli di debito.

I titoli che scaturiscono dalle operazioni di cartolarizzazione sono, pertanto, strumenti finanziari non tipizzati, assoggettati alla disciplina del T.U.I.F. (parte IV, disciplina degli emittenti), e qualificabili presumibilmente come "titoli di debito"⁶⁰ le cui caratteristiche, ai sensi dell'art. 2 L. 130/99, vengono definite nel prospetto informativo⁶¹.

Se la natura dei titoli è "atipica", alcune caratteristiche fondamentali sono comunque previste dalla Legge:

- i diritti incorporati nei titoli sono soddisfatti dalla destinazione in via esclusiva delle somme corrisposte dai debitori ceduti⁶², detratti i costi dell'operazione⁶³;
- l'obbligo di sottoporre l'operazione a valutazione da parte di un'agenzia di *rating* nel caso in cui l'emissione sia rivolta ad investitori non professionali⁶⁴;

⁵⁸ art. 5 comma 2 Legge 130/99

"2. Alle emissioni dei titoli non si applicano il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico previsto dall'art. 11, comma 2, del testo unico bancario, né i limiti quantitativi prescritti dalla normativa vigente; non trovano altresì applicazione gli articoli da 2410 a 2420 del codice civile"

⁵⁹ art. 11 T.U.B. commi 2 e 4

"2. La raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche.

...

4. Il divieto del comma 2 non si applica:

...

g) alle società per la cartolarizzazione dei crediti previste dalla Legge 30.4.99 n° 130 per la raccolta effettuata ai sensi della medesima legge."

⁶⁰ di cui all'art. 1, comma 2, lettera b) del T.U.I.F.

⁶¹ art. 2, commi 1,2 e 3 Legge 130/99:

"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"

⁶² Art. 1, comma 1, lett. b) Legge 130/99.

⁶³ Art. 2, comma 3, lett. h) Legge 130/99.

⁶⁴ Art. 2, comma 4 Legge 130/99.

– ai titoli della specie si applicano l’art. 129 T.U. bancario (disciplina della emissione di valori mobiliari) e l’art. 143 T.U. bancario (relativo assetto sanzionatorio)⁶⁵.

Che la disciplina specifica dei titoli in questione debba essere contenuta nel prospetto informativo, si deduce dal fatto che questo deve essere redatto anche quando l’emissione sia rivolta ai soli investitori professionali⁶⁶. La disciplina di carattere generale esclude infatti l’applicazione della normativa inerente la sollecitazione al pubblico risparmio e, conseguentemente, l’obbligo di redazione del prospetto informativo, nel caso in cui l’offerta sia rivolta a tali categorie di investitori⁶⁷, nel presupposto che questi non abbiano bisogno di tutela informativa.

Dal punto di vista fiscale, viceversa, i titoli A.B.S. sono stati tipizzati attraverso la loro equiparazione alle obbligazioni emesse da società per azioni regolamentate nei mercati ufficiali. Si applica, pertanto, l’imposta sostitutiva del 12,5% per le persone fisiche e per gli investitori istituzionali, mentre è prevista l’esenzione in presenza di doppia imposizione⁶⁸. Tale disciplina è finalizzata ad evitare la troppo pesante imposizione dei titoli “atipici” e a favorire così le operazioni in esame⁶⁹.

Delineata la normativa di legge applicabile alle emissioni di titoli A.B.S., una normativa più dettagliata viene definita dagli Organi di controllo preposti alla funzionalità dei mercati e alla tutela del risparmio.

Con riferimento alla redazione del “prospetto informativo”, la Consob ha emanato il relativo regolamento con provvedimento n° 14275 del 6 aprile 2000, dopo aver sentito le indicazioni degli operatori.

Si sottolinea la necessità, indicata nel provvedimento, che il prospetto informativo contenga tutte quelle indicazioni per consentire al sottoscrittore l’apprrezzamento dell’operazione, con particolare riferimento a:

- le garanzie associate all’emissione;
- il rendimento dei titoli;
- i soggetti che partecipano all’operazione e il ruolo svolto da ciascuno di essi;
- le caratteristiche dei crediti oggetto di cartolarizzazione;
- i flussi finanziari della cartolarizzazione e le tecniche di *credit enhancement*.

⁶⁵ Art. 5, comma 1 Legge 130/99.

“1. Ai titoli emessi dalla società cessionaria o dalla società emittente i titoli, per finanziare l’acquisto dei crediti, si applicano gli artt. 129 e 143 del testo unico bancario”.

⁶⁶ Definiti dall’art. 31 comma 2, del Regolamento Consob n°11522 del 1.7.98, ai sensi dell’art. 30, comma 2 del T.U.I.F., come:

“2. Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d’origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993 n° 385, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.”

⁶⁷ art. 100, comma 1, del T.U.I.F.:

“Le disposizioni del presente capo non si applicano alle sollecitazioni all’investimento:

a) rivolte ai soli investitori professionali come definiti ai sensi dell’articolo 32, comma 2;

.....”

⁶⁸ Art. 6, comma 1 Legge 130/99.

⁶⁹ Sorge il problema se anche gli A.B.S. a breve termine possano usufruire di tale vantaggio fiscale, considerato che la normativa fiscale sembra perentoria con riferimento alla durata dei titoli.

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

La Legge prevede altresì⁷⁰ che, nel caso in cui i titoli emessi siano offerti ad investitori non professionali, e quindi venga fatto appello al pubblico risparmio, oltre ad applicarsi la disciplina della sollecitazione, l'operazione debba essere assoggettata a *rating* e tale evenienza deve essere indicata nel prospetto informativo.

Anche la destinazione alla quotazione in mercati regolamentati deve essere indicata nel prospetto informativo.

Per consentire la contrattazione in via telematica dei titoli *A.B.S.*, la Borsa S.p.A. ha modificato in data 21 settembre 1999 il Regolamento di Borsa, poi approvato dalla Consob il 14.10.99. Questo prevede requisiti per le società emittenti (segregazione patrimoniale, certificazione del bilancio), requisiti dei titoli (valore nominale non inferiore a 100 mld con possibilità di deroga in relazione alla liquidità del titolo, sufficiente diffusione tra il pubblico o investitori istituzionali, valutazione in via continuativa da parte delle società di *rating*, *rating* minimo da stabilire), obblighi informativi. Nel caso in cui il titolo sia ammesso all' "EuroMOT"⁷¹ è anche necessaria la presenza di almeno uno specialista (che può coincidere con l'emittente) che si impegna a sostenere la liquidità del titolo.

Con riferimento ai controlli della Banca d'Italia in tema di emissioni di valori mobiliari ai sensi dell'art. 129 T.U. bancario, la relativa disciplina⁷², finalizzata alla tutela della stabilità dei mercati, mentre prevede in generale per i titoli con "caratteristiche standard"⁷³ una comunicazione preventiva solo per le operazioni di maggiore importo⁷⁴, per le operazioni di cartolarizzazione tale comunicazione, finalizzata al monitoraggio del mercato finanziario e a verificare la coerenza delle caratteristiche tecnico-giuridiche e quantitative delle emissioni con le condizioni prevalenti e i profili dimensionali del mercato, deve essere effettuata per qualsiasi importo emesso.

SPONSOR

Lo *Sponsor* è un soggetto dotato del necessario prestigio sul mercato che svolge funzioni di ausilio nella quotazione dei titoli di società, soprattutto nel caso in cui si tratti della prima volta in cui la società emittente quota propri strumenti finanziari. Per tale motivo la funzione può essere svolta solo da alcune categorie di soggetti sottoposti a vigilanza: banche, imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del T.U. bancario⁷⁵

Lo *Sponsor* ha lo scopo di supervisionare e collaborare nella procedura di quotazione per garantirne l'ordinato svolgimento della stessa. Garantisce con la propria immagine e prestigio la corretta diffusione al pubblico dell'informativa societaria per almeno un anno dall'ammissione alla quotazione.

Ai sensi della normativa⁷⁶, nel caso di ammissione alla quotazione dei titoli risultanti dalla cartolarizzazione i compiti e le responsabilità dello sponsor sono di carattere prettamente informativo e consistono:

⁷⁰ art. 2, comma 4 Legge 130/99:

"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."

⁷¹ Mercato telematico delle euro-obbligazioni.

⁷² Provvedimento del Governatore del 15.12.98 pubblicato nella G.U. n° 303 del 30.12.98

⁷³ sono considerati tali quei titoli dalle caratteristiche di rendimento, valuta, tasso, ecc., più comuni.

⁷⁴ L. 100 mld. di ovvero L. 300 mld. se quotati o destinati alla quotazione,

⁷⁵ Articolo 2.3.2, comma 1 Delibera Borsa S.p.A. 11.12.97 (Soggetti abilitati a esercitare l'attività di sponsor).

⁷⁶ Articolo 2.3.4, comma 2 Delibera Borsa S.p.A. 11.12.97 (Ruolo dello sponsor nel caso di ammissione di strumenti finanziari).

VALERIO CARNOVALE

1. nell'attestazione di avere comunicato alla Borsa Italiana tutti i dati e i fatti di cui egli è venuto a conoscenza nel corso della propria attività e che dovrebbero essere presi in considerazione dalla Borsa Italiana stessa ai fini dell'ammissione alla quotazione, oltre a quelli già resi noti dall'emittente;
2. nell'assicurare che coloro i quali hanno la rappresentanza della società emittente sono stati adeguatamente informati in ordine alle responsabilità e agli obblighi derivanti dalle leggi e dai regolamenti in vigore e conseguenti all'ammissione alla quotazione degli strumenti finanziari della società stessa;
3. nell'attestazione che il collocamento dei titoli, ove previsto, viene effettuato secondo le regole della migliore prassi nazionale e internazionale.

Di quanto sopra rilascia apposite dichiarazione scritta alla Borsa Italiana.

COLLOCATORE

L'attività di collocamento è disciplinata dal Testo Unico sugli intermediari finanziari, che la qualifica quale "servizio di investimento" (art. 1, 5° comma lett. c) e come tale soggetta alla disciplina del titolo II della parte II del citato T.U.. Essa è riservata alle imprese di investimento, alle banche e agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale ex art. 107 T.U. bancario nei casi e alle condizioni stabiliti, ai sensi dell'art. 19, 4° comma, dalla Banca d'Italia con provvedimento del 30.9.97. In particolare, in tale provvedimento si precisa che le attività in servizi e strumenti finanziari possano essere esercitate dalle società finanziarie iscritte all'elenco speciale "a condizione che tali servizi risultino effettivamente correlati con le attività principali e che l'esercizio degli stessi sia previsto nell'oggetto sociale". Pertanto, essendo tale attività collegata precipuamente all'attività di *merchant banking*, essa può essere autorizzata solo alle società finanziarie che svolgono l'attività di concessione di finanziamento alle imprese o l'assunzione di partecipazioni.

Agli intermediari finanziari così autorizzati si applicano le norme del T.U.I.F. (e dei relativi regolamenti di attuazione) di seguito elencate:

- ⇒ i requisiti di professionalità degli esponenti aziendali;
- ⇒ la disciplina in materia di svolgimento dei servizi;
- ⇒ le modalità di deposito e sub deposito degli strumenti finanziari e del danaro della clientela;
- ⇒ le disposizioni Consob su controlli interni, tenuta delle evidenze e obblighi informativi;
- ⇒ i sistemi di indennizzo;
- ⇒ la materia delle sanzioni.

GARANTE

La prestazione della garanzia è finalizzata a colmare il divario tra le qualità del portafoglio crediti e la rispondenza dei titoli emessi alla propensione al rischio degli investitori, anche al fine di migliorare il *rating* e/o di abbassare il tasso di emissione del prestito.

In relazione a ciò il garante deve essere un soggetto dotato di una robusta reputazione sul mercato (una banca, una società finanziaria "importante"). Spesso è lo stesso *Arranger* a svolgere tale funzione.

AGENZIA DI RATING

Il *rating* può essere definito come la valutazione espressa da un soggetto esterno ed indipendente sulle capacità di un emittente di adempiere puntualmente al pagamento del capitale e

degli interessi relativi ad una emissione di titoli di debito. Essa si concentra, quindi sul rischio creditizio che, nelle operazioni di cartolarizzazione, è determinato da quattro elementi⁷⁷:

1. il rischio creditizio inerente il portafoglio cartolarizzato;
2. il rischio inerente il mancato assolvimento dei compiti e degli impegni assunti dai partecipanti all'operazione (ad es. fallimento dello *Swap provider*, impossibilità sopravvenuta del *Servicer* a svolgere il proprio ruolo, ecc.);
3. il rischio derivante dalla costruzione della struttura dell'operazione e, conseguentemente, che elementi di natura tecnica (assenza di liquidità, disallineamento dei flussi di cassa, confusione degli attivi, ecc.) impediscano parzialmente o totalmente, i pagamenti dei flussi di cassa al servizio dei titoli emessi;
4. il rischio derivante dal mancato rispetto di determinate condizioni legali (es. mancata efficacia delle cessioni delle garanzie, ecc.).

L'aspetto più rilevante preso in considerazione dalle Agenzie di *rating* è comunque il primo.

Da rilevare che le tecniche utilizzate per la individuazione del *rating* degli *A.B.S.* sono del tutto diverse rispetto a quelle ordinarie: la separazione degli *asset* rispetto all'*Originator* impatta sul processo valutativo delle Società di *rating*. Queste non possono prendere in considerazione le caratteristiche del debitore ma principalmente la capacità prospettica del portafoglio di produrre il *cash-flow* necessario a garantire l'adempimento del servizio del debito, tenendo anche conto delle garanzie collaterali e della struttura dell'emissione. Allo scopo sono esaminate dal punto di vista storico-statistico le informazioni sui singoli crediti ceduti e vengono utilizzate delle tecniche che verificano la capacità di generare i flussi finanziari anche in condizioni estreme (*stress*). Vengono considerati, in seconda istanza, le capacità professionali dei soggetti che intervengono nell'operazione (garanti, gestori dei crediti, procedure di recupero, ecc.), le implicazioni legali e fiscali dell'operazione, ecc.. Si giunge così ad una stima della *performance* del portafoglio e delle eventuali esigenze di "supporto creditizio" per una classificazione ottimale del *rating*. Il giudizio sintetico che ne scaturisce classifica il livello del rischio del prestito.

In relazione a ciò il *rating* attribuito può anche essere migliore rispetto a quello attribuito all'*Originator*.

L'aspetto rilevante della Legge 130/99 è quello che riconosce l'importanza della funzione svolta da tale soggetto per la tutela del risparmio, in quanto dispone l'obbligo della valutazione del merito del credito quando gli *A.B.S.* siano offerti ad investitori non professionali⁷⁸. Conseguentemente la Legge 130/99 predispone una forma di regolamentazione⁷⁹, delegandone la specificazione alla Consob, volta a definire i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che devono valutare il merito di credito e i rapporti tra questi e gli altri soggetti che partecipano all'operazione

Con riferimento a tale aspetto, la delibera Consob del 2.11.99 ha previsto:

–per la professionalità, requisiti di forma societaria, di professionalità delle persone che concorrono alla valutazione del merito creditizio e di adeguatezza organizzativa e operativa. Tali requisiti si

⁷⁷ cfr. M. Zanelli "La cartolarizzazione e le strutture di rating in: Il controllo del rischio di credito in Il rischio creditizio a cura di G.Szegö e F.Varetto - Utet 1999 pagg. 476 e ss.

⁷⁸ art. 2, 4° comma L. 130/9009

"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."

⁷⁹ art. 2, 5° comma L. 130/99

"5. La Commissione nazionale per la società e la borsa (CONSOB) con proprio regolamento da pubblicare sulla *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."

considerano transitoriamente esistenti per gli operatori che, alla data di entrata in vigore della delibera, già operano da almeno tre anni sui mercati europei;

– per l'indipendenza, che l'agenzia di rating non possa essere un soggetto appartenente ai gruppi (e quindi controllato, collegato o controllato da una medesima società) di uno degli operatori che a vario titolo partecipano alla procedura.

TRUSTEE

Il *Trustee*, una figura giuridica tipica dell'ordinamento anglosassone, è un soggetto cui viene attribuito da una o più persone un insieme di rapporti giuridici volti a realizzare un fine specifico. In campo economico e finanziario viene utilizzato in quelle situazioni in cui vi sia la necessità di una gestione unitaria, nei confronti di terzi, di una pluralità di interessi in una determinata situazione giuridica.

Nel caso delle operazioni di *securitization*, la legge 130/99 (art. 4, comma 2) ammette il diritto dei portatori di titoli ad aggredire il portafoglio crediti per soddisfare le proprie ragioni di credito, ma non prevede che l'azione sia coordinata da un comune rappresentante. Il regolamento delle singole emissioni viceversa normalmente lo prevede, soprattutto per evitare che azioni individuali non coordinate frappongano problemi nel realizzare il processo di cartolarizzazione. In particolare, sulla base di un accordo, il *Vehicle* garantisce al *Trustee* la possibilità di verificare come procedono i flussi finanziari dal portafoglio ai possessori dei titoli e di chiedere allo stesso comportamenti idonei per i corretti adempimenti del processo di cartolarizzazione.

Il *Trustee* ha quindi funzioni di controllo, poteri di direttiva e di intervento. In alcuni casi si sostituisce al *Servicer* in caso di inadempienza di quest'ultimo.

Rappresenta quindi un importante figura nel processo, in quanto consente l'esercizio dei diritti incorporati nei titoli che, come si è detto, sono determinati dalle vicende del portafoglio crediti, per i quali i portatori degli *A.B.S.* non hanno alcun potere di intervento gestionale.

Attuando inoltre funzioni di controllo nei confronti dell'emittente, ancorché per tutelare gli interessi dei portatori dei titoli, affianca il ruolo di controllo svolto dal *Servicer* per garantire un corretto svolgimento dei compiti inerenti il processo di cartolarizzazione.

BREVI CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Nel corso della trattazione sono stati sottolineati i principali punti di forza della nuova normativa sulla cartolarizzazione dei crediti e alcuni aspetti che forse potevano trovare una sistemazione normativa più adeguata.

In conclusione si vuole solo evidenziare che la Legge 130/99 ha rimosso molti vincoli conseguendo, anche nel limitato primo periodo di applicazione delle norme, quantomeno l'effetto positivo di sviluppare un nuovo mercato, quello dei crediti.

Per il momento questo è caratterizzato prevalentemente dallo smobilizzo dei *bad loans* delle banche, ma esistono potenzialità interessanti anche per molti altri settori di intervento, quali il credito al consumo, i crediti commerciali, i crediti bancari *performing*, ecc.

Ma l'effetto potenziale più importante dello sviluppo del mercato secondario dei crediti, può riguardare lo sviluppo di nuove strategie per gli intermediari finanziari, con effetti importanti sulla funzionalità e sulla stessa struttura del sistema bancario.

DIRITTO DELLA BANCA E DEL MERCATO FINANZIARIO

INDICE

Struttura dell'operazione	pag.	2
segregazione degli <i>asset</i>		3
<i>credit enhancement</i>		4
finalità dell'operazione		5
schema 1 (struttura dell'operazione)		7
La cartolarizzazione in Italia		8
La Legge 30 aprile 1999 n°30		8
I controlli di vigilanza		12
schema 2 (interventi di vigilanza)		15
Le operazioni e i soggetti coinvolti		16
<i>arranger</i>		16
<i>originator</i>		16
cessione		18
finanziamento		20
società per la cartolarizzazione		21
veicolo fondo		24
SGR		27
<i>servicer</i>		27
emissione		29
<i>sponsor</i>		32
collocatore		32
garante		33
agenzia di <i>rating</i>		33
<i>trustee</i>		35
brevi considerazioni conclusive		35
indice		36