Pierre de Gioia Carabellese

Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate

Dallo *shadow banking* al *techno banking*

CACUCCI
EDITORE
2020

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

© 2020 Cacucci Editore - Bari
Via Nicolai, 39 - 70122 Bari - Tel. 080/5214220
http://www.cacuccieditore.it e-mail: info@cacucci.it

Ai sensi della legge sui diritti d'Autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro, senza il consenso dell'autore e dell'editore.

A Donna Giulia Amato in Cormio
Nonna Giulia, indimenticabile e meravigliosa,
molfettese ed universale
Da Apulia a Caledonia, una amore che non si dimentica

Ringrazio il dottor Andrea Perin per gli utili commenti alla bozza finale del testo. Si ringrazia altresì l'Avv. Gregorio Consoli per il produttivo confronto dialettico sugli sviluppi normativi italiani. Esprimo gratitudine a Marco Baio (J.D, LL.M.) per la revisione delle bozze e il supporto redazionale. La responsabilità per tutto quanto scritto, incluse eventuali omissioni, è solo mia.

Collana del Dipartimento Jonico in "Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture" Università degli Studi di Bari "Aldo Moro"

1. Francesco Mastroberti *(a cura di)*
La "Testa di Medusa". Storia e attualità degli usi civici
2. Francesco Mastroberti, Stefano Vinci, Michele Pepe
Il *Liber Belial* e il processo romano-canonico in Europa tra XV e XVI secolo
3. Bruno Notarnicola, Antonio Felice Uricchio, Giuseppe Tassielli, Pietro Alexander Renzulli, Gianluca Selicato
Elaborazione di un modello di applicazione dei principi e degli strumenti dell'ecologia industriale ad un'area vasta
4. Fabio Caffio, Nicolò Carnimeo, Antonio Leandro
Elementi di Diritto e Geopolitica degli spazi marittimi
5. Aurelio Arnese
Usura e *modus*. Il problema del sovraindebitamento dal mondo antico all'attualità
6. Antonio Uricchio *(a cura di)*
Azione di contrasto della pirateria: dal controllo dei mari a quello dei flussi finanziari
7. Andrea Buccisano
Assistenza amministrativa internazionale dall'accertamento alla riscossione dei tributi
8. Stefano Vinci
Regimento et guberno. Amministrazione e finanza nei comuni di Terra d'Otranto tra antico e nuovo regime
9. Francesco Mastroberti
Costituzioni e costituzionalismo tra Francia e Regno di Napoli (1796-1815)
10. Mario Angiulli
I contributi consortili tra beneficio e capacità contributiva
11. Salvatore Antonello Parente
Criteri di deducibilitá delle passivitá e limiti quantitativi del tributo successorio
12. Antonio Felice Uricchio *(a cura di)*
L'emergenza ambientale a Taranto: le risposte del mondo scientifico e le attività del polo "Magna Grecia"
13. Paolo Pardolesi
Profili comparatistici di analisi economica del diritto privato
14. Danila Certosino
Mediazione e giustizia penale
15. Piergiuseppe Otranto
Internet nell'organizzazione amministrativa. Reti di libertà
16. Antonio Felice Uricchio, Mario Aulenta, Gianluca Selicato *(a cura di)*
La dimensione promozionale del fisco

17. Claudio Sciancalepore
Cambiamenti climatici e *green taxes*
18. M.T. Paola Caputi Iambrenghi
La funzione amministrativa neutrale
19. Francesco Scialpi
REF canario e zone franche: la leva fiscale al servizio delle *environmental policy*
20. Michele Indellicato
Neuroscienze e scienze umane
21. Federico Lacava, Piergiuseppe Otranto, Antonio Uricchio *(a cura di)*
Funzione promozionale del diritto e sistemi di tutela multilivello
22. Nicolò Carnimeo
Fuoco a bordo. *Safety management*, ruoli e responsabilità nel trasporto marittimo passeggeri
23. Aurelio Arnese
La *similitudo* nelle *Institutiones* di Gaio
24. Paola Marongiu
La responsabilità civile dell'Amministrazione finanziaria fra passato e presente
25. Angelica Riccardi
Disabili e lavoro
26. Filippo Varazi
Appunti sulla riferibilità soggettiva delle sanzioni amministrative tributarie
27. Laura Costantino
La problematica degli sprechi nella filiera agroalimentare. Profili introduttivi
28. Giovanna Mastrodonato
Profili procedimentali nella nuova amministrazione condivisa in Europa
29. Laura Tafaro
Dagli eroi alle celebrità. Icone e diritto civile
30. Piergiuseppe Otranto
Silenzio e interesse pubblico nell'attività amministrativa
31. Ignazio Lagrotta
La crisi dei partiti e la democrazia in Italia
32. Giovanni Guzzardo
Decostruzione amministrativa nel governo del territorio
33. Mario Angiulli
La disciplina dei fenomeni elusivi/evasivi: dalla collaborazione tra fisco e contribuente alla cooperazione internazionale
35. Giulia Chironi
La tassazione dei beni comuni
36. Giovanna Petrillo
L'abuso dello schermo societario nella disciplina fiscale delle società di comodo. Profili sistematici ed effetti distorsivi
37. Giuseppina Pizzolante
La lotta alle frodi finanziarie nel diritto penale europeo. Tra protezione degli interessi economici dell'Unione europea e nuove sfide poste da bitcoin e criptovalute

38. Giuseppe Sanseverino
Ordine pubblico e buon costume nel diritto della proprietà intellettuale
39. Antonio Felice Uricchio, Maria Casola *(a cura di)*
Liber Amicorum per Sebastiano Tafaro. L'uomo, la persona e il diritto
40. Salvatore Antonello Parente
Il catasto e gli estremi catastali. Regole di governo e funzione impositiva
41. Guglielmo Fransoni *(a cura di)*
L'analogia nel diritto tributario
42. Corrado Spriveri
Il sistema penale tributario in Italia. Dalla teoria alla prassi applicativa. Alla luce delle novità introdotte dal c.d. Decreto Fiscale (d.l. n. 124/2019 convertito con modificazioni dalla legge n. 157/2019)
43. Filippo Luigi Giambrone
Finanzföderalismus als Herausforderung des Eu-roparechts
44. Antonio Felice Uricchio, Filippo Luigi Giambrone
Entwicklungen im italienischen Steuerrecht als Herausforderung des neuen europäischen Entwicklungsprozesses
45. Antonio Felice Uricchio, Filippo Luigi Giambrone
European Finance at the Emergency test
46. Flavio Parente
Gli steroidi anabolizzanti androgenici nelle discipline sportive: la tossicità per distretto
47. Paolo Pardolesi, Anna Bitetto
Tutela collettiva e azione di classe. Un'analisi comparativa
48. Antonio Felice Uricchio, Giuseppe Riccio, Ugo Ruffolo *(a cura di)*
Intelligenza artificiale tra etica e diritti. Prime riflessioni a seguito del libro bianco dell'Unione europea
49. Antonio Felice Uricchio, Gianluca Selicato *(a cura di)*
Atti della Summer School in "Circular Economy and Environmental Taxation"
50. Pierre de Gioia Carabellese
Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Dallo *shadow banking* al *techno banking*

Collana della II Facoltà di Giurisprudenza
Università degli Studi di Bari Aldo Moro
Sede di Taranto

1. Antonio Incampo
Metafisica del processo. Idee per una critica della ragione giuridica
2. Antonio Uricchio
Le frontiere dell'imposizione tra evoluzione tecnologica e nuovi assetti istituzionali
3. Paola Pierri
L'ignoranza dell'età del minore nei delitti sessuali
4. Concetta Maria Nanna *(a cura di)*
Diritto vivente e sensibilità dell'interprete
5. Marta Basile
Il principio di collaborazione tra fisco e contribuente
6. Antonio Uricchio *(a cura di)*
Nuove piraterie e ordinamenti giuridici interni e internazionali
7. Paolo Pardolesi *(a cura di)*
Seminari di diritto privato comparato
8. Nicola Triggiani *(a cura di)*
La messa alla prova dell'imputato minorenne tra passato, presente e futuro. L'esperienza del Tribunale di Taranto
9. Salvatore Antonello Parente
I modelli conciliativi delle liti tributarie
10. Nicola d'Amati e Antonio Uricchio *(a cura di)*
Giovanni Carano Donvito scritti scelti di scienza delle finanze e di diritto finanziario
11. Antonio Uricchio
Il federalismo della crisi o la crisi del federalismo? Dalla legge delega 42/2009 ai decreti attuativi e alla manovra salva Italia
12. Antonio Uricchio *(a cura di)*
I percorsi del federalismo fiscale
13. Francesco Fratini
Gli interpelli tributari tra doveri di collaborazione dell'amministrazione finanziaria e tutela del contribuente. Contributo allo studio delle tutele nei confronti degli atti non autoritativi dell'amministrazione finanziaria nell'ambito di una prospettiva de iure condendo del sistema delle garanzie dei tax payers
14. Paolo Pardolesi
Contratto e nuove frontiere rimediali. *Disgorgement* v. *Punitive damages*
15. Annamaria Bonomo
Informazione e pubbliche amministrazioni dall'accesso ai documenti alla disponibilità delle informazioni

16. Gaetano Dammacco, Bronisław Sitek, Antonio Uricchio *(a cura di)*
Integrazione e politiche di vicinato. Nuovi diritti e nuove economie
Integration and neighbourhood policies. New rights and new economies.
Integracja i polityki sąsiedztwa. Nowe prawo i nowa ekonomia
17. Sławomir Kursa
La diseredazione nel diritto giustinianeo
18. Concetta Maria Nanna
Doveri professionali di status e protezione del cliente-consumatore. Contributo alla teoria dell'obbligazione senza prestazione
19. Umberto Violante
Profili giuridici del mercato dei crediti in sofferenza
20. Filippo Rau
La procura alle liti nel processo civile e nel processo tributario
21. Nicolò Carnimeo
La tutela del passeggero nell'era dei vettori low cost. Annotato con la giurisprudenza
22. Giuseppe Ingrao
La tutela della riscossione dei crediti tributari
23. Antonio Incampo
Filosofia del dovere giuridico
24. Nicolò Carnimeo
La pesca sostenibile nel mediterraneo. Strumenti normativi per una politica comune
25. Daniela Caterino
Poteri dei sindaci e governo dell'informazione nelle società quotate
26. Giuseppina Pizzolante
Diritto di asilo e nuove esigenze di protezione internazionale nell'Unione europea
27. Vincenzo Caputi Jambrenghi *(a cura di)*
Effetti economico sociali del federalismo demaniale in Puglia
28. Antonio Perrone
Fatto fiscale e fatto penale: parallelismi e convergenze
29. Maria Concetta Parlato
Le definizioni legislative nel sistema penale tributario
30. Antonio Uricchio *(a cura di)*
Federalismo fiscale: evoluzione e prospettive
31. Maria Rosaria Piccinni
Il tempo della festa tra religione e diritto
32. Gianluca Selicato
Il nuovo accertamento sintetico dei redditi

Collana del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture” - Università degli Studi di Bari Aldo Moro.

Direzione: Domenico Garofalo, Bruno Notarnicola, Riccardo Pagano

Comitato Scientifico: Cesare Amatulli, Massimo Bilancia, Annamaria Bonomo, Maria Teresa Paola Caputi Jambrenghi, Nicolò Carnimeo, Daniela Caterino, Nicola Fortunato, Pamela Martino, Maria Concetta Nanna, Fabrizio Panza, Pietro Alexander Renzulli, Umberto Salinas, Paolo Stefanì, Laura Tafaro, Giuseppe Tassielli.

Comitato Direttivo: Aurelio Arnese, Danila Certosino, Luigi Iacobellis, Ivan Ingravallo, Ignazio Lagrotta, Francesco Moliterni, Paolo Pardolesi, Angelica Riccardi, Claudio Sciancalepore, Nicola Triggiani, Antonio Felice Uricchio*, Umberto Violante.

Comitato di Redazione: Patrizia Montefusco (Capo redattore), Federica Monteleone, dottorandi di ricerca (Francesca Altamura, Michele Calabria, Marco Del Vecchio, Francesca Nardelli, Francesco Scialpi, Andrea Sestino, Pierluca Turnone).

Il presente volume è stato sottoposto ad una procedura di valutazione basata sul sistema di *Peer Review* a “doppio cieco”.

Gli atti della procedura di revisione sono consultabili presso la segreteria del Dipartimento Jonico.

* In aspettativa per incarico assunto presso l’ANVUR.

Sommario

Prefazione 19

CAPITOLO I

LA FINANZA STRUTTURATA NELL'ORDINAMENTO GIURIDICO DELL'UNIONE

1.1. La finanza strutturata nella sua evoluzione normativa 23
1.2. Le cartolarizzazioni e lo *shadow banking* 25
1.3. *Segue*: *shadow banking* e inefficienze di mercato 32
1.4. *Segue*: la struttura economica delle cartolarizzazioni 33
1.5. *Segue*: le forme alternative di finanza strutturata 44
1.6. Una nuova dimensione unionale delle cartolarizzazioni 53
1.7. Finanza strutturata, *global financial crisis* e *securitisation regulation* 59

CAPITOLO II

LE CARATTERISTICHE DELLE CARTOLARIZZAZIONI

2.1. Le nuove cartolarizzazioni certificate ed il marchio UE 63
2.2. Semplicità *versus* complessità 68
2.3. Standardizzazione *versus* frammentazione 91
2.4. Trasparenza *versus* opacità 95
2.5. Le cartolarizzazioni dei *commercial paper* 98
2.6. Nuove cartolarizzazioni e implicazioni di diritto "amministrativo" 104
2.7. L'impianto sanzionatorio, amministrativo e penale 115
2.8. *Segue*: La pubblicazione delle sanzioni amministrative 125

CAPITOLO III

DAL DIRITTO PRIVATO AL DIRITTO PUBBLICO DELLE *SECURITISATION*

3.1. La *ratio essendi* di una *financial regulation* delle cartolarizzazioni 127
3.2. La *due diligence* fra *private law* e *regulation* 130

3.3. *Retention requirement* e l'insostenibile leggerezza della *legal opinion* 148
3.4. *Credit enhancement* e garanzia dello Stato (italiano) 155
3.4.1. I *retention requirement* in merito al veicolo 161
3.4.2. Principali caratteristiche della garanzia dello Stato 162
3.4.3. Modalità della domanda 164
3.4.4. Requisiti di ammissibilità e di "mantenimento" 166
3.4.5. Inefficacia della garanzia 168
3.4.6. I criteri della Banca Centrale Europea in merito ai *collateral* 171
3.4.7. Procedure per il rilascio della garanzia da parte del MEF 173
3.5. Il *sale and purchase agreement* e i *receivable*: dal *common law* al *civil law* 175
3.6. L'*originator*, i *debtor* e il *vehicle* nella cartolarizzazione "unionale" 189
3.7. Investitori e tutele del mercato 208
3.8. I *bond* ed il *security trustee* nella cartolarizzazione "DOC" 212
3.9. I *gatekeeper* nel contesto delle cartolarizzazioni unionali 214

Capitolo IV
UNA ANALISI SISTEMATICA

4.1. *Regulation* e *securitisation* 219
4.2. Finalità della *securitisation* 221
4.3. Osservazioni critiche sulla finanza strutturata dell'Unione 223
4.4. *Segue*: valutazioni empiriche 225
4.5. Profili dinamici della cartolarizzazione 228
4.6. *Shadow banking* e cessione dei crediti 232
4.7. Disintermediazione bancaria e finanza strutturata 237
4.8. Tematiche tradizionali e nuove della cartolarizzazione 239

Capitolo V
LA CARTOLARIZZAZIONE FRA BRUXELLES E ROMA

5.1. La disciplina italiana sulle cartolarizzazioni 245
5.2. *Segue*: norme italiane e norme europee 250
5.3. Verso una nuova dimensione tecnologica di *securitisation* 262
5.4. Beni pubblici come strumenti di risanamento del bilancio statale 264
5.4.1. Cenni agli strumenti di privatizzazione degli immobili pubblici 270
5.4.2. La dismissione del patrimonio immobiliare statale e la cartolarizzazione 275

5.4.3. La contabilizzazione delle cartolarizzazioni e gli effetti sul bilancio dello Stato 280
5.4.4. I risultati delle cartolarizzazioni degli immobili pubblici: il ruolo della "Cassa" 286
5.5. La (falsa) cartolarizzazione pubblica italiana 292
5.6. Il veicolo, la cartolarizzazione e l'impresa acefala e remota 294

Bibliografia 311

Prefazione

di Daniela Caterino

La *Collana* del Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture ospita da sempre contributi scientifici dei componenti strutturati del Dipartimento e dei giovani allievi e studiosi che con le loro opere monografiche aspirano ad entrare a pieno titolo nella comunità accademica. In quest'occasione, la Collana accoglie l'opera di un Autore già maturo, nostro *alumnus,* che ha compiuto il suo brillante percorso accademico partendo da un Dottorato di ricerca conseguito in Italia, per poi ottenere prestigiosi riconoscimenti in tutto il mondo, con un *curriculum* che vanta incarichi di docenza come *fellow, associate professor*, *full professor* in prestigiose Università britanniche (Heriot Watt University a Edimburgo, Huddersfield, Advance HE a York), e la *full professorship* in *Business law and regulation* nell'Università australiana Edith Cowan.

Pierre de Gioia Carabellese è stato ospite nell'A.A. 2018/19 dell'Università degli studi di Bari "Aldo Moro" in qualità di *visiting professor*, svolgendo lezioni sia nei corsi di Diritto Commerciale e di Diritto delle Banche che nell'ambito dei Dottorati di ricerca istituiti presso il DJSGE e presso il Dipartimento di Giurisprudenza. Ha portato a studenti e docenti l'esperienza viva e le conoscenze approfondite dei sistemi giuridici di *common law,* arricchendo noi tutti con il suo eloquio elegante e la sua grande competenza. Come egli stesso ha avuto modo di confidare a noi colleghi che lo abbiamo accompagnato nella sua breve ma significativa esperienza didattica in Italia, gli spunti e gli stimoli che hanno sollecitato in lui il confronto con docenti e discenti della nostra Università sono stati decisivi per avviare una stagione di grande impegno scientifico, culminata nell'elaborazione della presente monografia.

Il pregio maggiore del lavoro, che riflette del resto pienamente il profilo scientifico dello studioso, sta proprio nella capacità di osservare il complesso sistema della disciplina europea della cartolarizzazione dei crediti con uno sguardo doppiamente consapevole, unendo all'approccio flessibile e pragmatico proprio degli studiosi di *common law* il

rigoroso impianto dogmatico caratteristico della tradizione degli studi giuridici continentali.

La trattazione prende avvio da una analisi puntuale e approfondita del quadro normativo, che pone al centro il recente Regolamento UE 2017/2402 sulle cartolarizzazioni, ma non dimentica la disciplina di diritto interno italiano in tema di cessione in blocco dei crediti; si sofferma anche sulla ricostruzione storica dell'evoluzione del regime, sottolineando i guasti della *deregulation* pressoché totale proseguita fino al primo decennio di questo secolo.

Al centro della disamina è altresì il concetto di *shadow banking*, attività meno regolamentata rispetto a quella bancaria tradizionale e per questo tendenzialmente più opaca, che interessa operatori attratti dal *regulatory arbitrage*; le cartolarizzazioni sono state protagoniste della nascita di un vero e proprio mercato parallelo dei finanziamenti, privo delle tutele forti riservate ai depositanti, più rischioso per il sistema, e ciò nonostante connotato da indubbi vantaggi per tutti i soggetti coinvolti, ivi compresi i risparmiatori-investitori.

Il novellato contesto normativo è rivolto a rafforzare il sistema dei controlli e delle garanzie attraverso regole di standardizzazione e trasparenza assistite da adeguate sanzioni; dall'analisi del diritto positivo emergono tuttavia criticità, in particolare, legate all'impalpabilità di alcune contromisure, come ad esempio la *legal opinion* sull'operazione, ma connesse anche – nel caso della disciplina interna – ad una scelta concettuale discutibile di inquadramento come intermediario dello SPV, la società-veicolo protagonista della cartolarizzazione.

Da tali rilievi prende le mosse una riflessione di più ampio respiro, intesa da un lato al rigoroso inquadramento civilistico della fattispecie e dall'altro all'evidenziazione dei profili sistematici di maggiore complessità. I pilastri del sistema vengono così identificati, dal lato della fattispecie, non tanto nel "trasferimento definitivo del rischio di credito", quanto piuttosto nella segmentazione e frammentazione del rischio stesso e, con riguardo alla disciplina, nei requisiti di "dovuta cautela" (*due diligence*) e di "mantenimento" (*retention*) di cointeressenza nel rischio dell'operazione.

Ma anche il profilo soggettivo e dell'attività sono oggetto di attento esame, in particolare rispetto al tema dell'attribuzione della qualità di imprenditore ai diversi attori dell'operazione, con la ricostruzione di una figura di "impresa remota" cui si deve la regia dell'attività, affiancata da un'impresa "opaca", il veicolo, tramite il quale si "realizza appieno la disintermediazione bancaria". E sono proprio i fondamentali aspetti dell'imputazione e della responsabilità dell'attività d'impresa,

temi cari alla tradizione giuscommercialistica italiana, a rappresentare la frontiera più problematica e irrisolta, ma al contempo più innovativa e interessante, della cartolarizzazione; frontiera che si arricchisce di nuovi profili di novità, non particolarmente rassicuranti, per via delle innovazioni connesse al *techno banking*.

Il lavoro di Pierre de Gioia Carabellese, fondato su una solidissima base bibliografica e su competenze comparatistiche indiscutibili, scorre con grande agilità e chiarezza tra i temi della regolazione finanziaria, dell'impresa e dei mercati, fornendo al lettore informazioni preziose e una chiave di lettura innovativa del fenomeno delle cartolarizzazioni. Siamo lieti pertanto di ospitarlo nella Collana del Dipartimento, certi che non mancheranno future occasioni per alimentare questo fecondo dialogo scientifico.

CAPITOLO I

La finanza strutturata nell'ordinamento giuridico dell'Unione

Sommario: 1.1. La finanza strutturata nella sua evoluzione normativa. – 1.2. Le cartolarizzazioni e lo *shadow banking*. – 1.3. *Segue*: *shadow banking* e inefficienze di mercato. – 1.4. *Segue*: la struttura economica delle cartolarizzazioni. – 1.5. *Segue*: le forme alternative di finanza strutturata. – 1.6. Una nuova dimensione unionale delle cartolarizzazioni. – 1.7. Finanza strutturata, *global financial crisis* e *securitisation regulation*

1.1. La finanza strutturata nella sua evoluzione normativa

Il presente lavoro è dedicato all'analisi giuridica delle operazioni di finanza strutturata in relazione al concetto di cessione del credito, alla luce del Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni[1], come anche della disciplina italiana sulla cessione in blocco dei crediti. Lo studio si concentra su alcuni profili prodromici, fra cui la ragione economica sottostante a tali operazioni (*market liquidity*) ed il modo in cui sono classificate (*securitisations* e *covered bonds*). Nell'ambito dello sviluppo storico dei negozi di finanza strutturata, i "danni" che queste operazioni, totalmente non regolamentate fino al 2010, hanno causato ai mercati finanziari e agli investitori durante la crisi finanziaria del 2007/2008 sono anche evidenziati e discussi. Tali danni sono stati molto ampi e di vasta eco, non avendo alcuni operatori, *in primis* le agenzie di *rating*

[1] Più precisamente, "Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012" (G.U.U.E. L 347/35 del 28 dicembre 2017). Nel presente lavoro, il Regolamento UE n. 2402 del 2017 è definito anche o "Regolamento Cartolarizzazioni" o "Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni" ovvero ancora "Regolamento UE".

incaricate di valutare *ex ante* il merito di credito degli attivi trasferiti, svolto le proprie funzioni in linea con il mandato ricevuto, per l'assenza, a quel tempo, di un chiaro principio di responsabilità *ex lege*. Tutto ciò - stante anche la mancanza in relazione al *conduit*, il veicolo della cartolarizzazione, di un *safety network*[2], di una rete di sicurezza simile a quella sussistente per il depositante delle banche ovvero del cliente dell'impresa di investimento[3] - ha proiettato le operazioni di cartolarizzazione verso il generale stigma, da cui anche per un certo periodo lo stallo operativo in merito alle stesse.

Dunque, è analizzata anche la connessione fra cartolarizzazioni e *shadow banking*, quale risultato del nuovo Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni. Infatti, l'intricata e stimolante interazione fra cartolarizzazioni e *shadow banking* rappresenta il costante tema di discussione del lavoro, con ampio riferimento alla letteratura esistente nel mondo in questa area[4].

Il lavoro dà anche conto delle principali fonti legislative rifiorite nell'area della *securitisation* dopo la crisi finanziaria del 2007/2008. Il

---

[2] Trattasi di quello che, come si evidenzia più volte nel presente lavoro, è il veicolo, o *SPV*, *Special Purpose Vehicle*.

[3] Anche per la mancanza di un *safety net*, i veicoli delle operazioni di cartolarizzazione vengono considerati espressione significativa del cosidetto *shadow banking*.

[4] Il concetto di *shadow banking* è molto ampio e discusso. Si può tuttavia anticipare che l'attività bancaria opaca si definisce, quasi tautologicamente, quale quella attività meno regolamentata di quella bancaria, che per definizione è altamente regolamentata (K. Alexander, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge, 2019, p. 301). Più in particolare si afferma:

"Mentre le banche tradizionali tendono ad essere altamente regolamentate, le banche ombra (*shadow banks*) tendono ad essere meno regolamentate. Siccome le banche ombra tendono ad essere meno regolamentate di quelle tradizionali, un arbitraggio regolamentare *(regulatory arbitrage)* spinge la domanda verso lo *shadow banking* per certi versi. Dunque, l'incremento dei requisiti di regolamentazione bancaria quasi sicuramente incrementerà la domanda di *shadow banking*. Se un tale fenomeno fosse determinato esclusivamente da un arbitraggio di tipo regolamentare, lo *shadow banking* potrebbe non rappresentare un bene pubblico, in quanto coloro che ne traggono vantaggio (i *regulatory arbitrageurs)* potrebbero usare strutture contrattuali e negoziali *(deal structures)* che recano costi di transazione più elevati. Non solo, l'arbitraggio regolamentare svantaggia i partecipanti del mercato che non abbiano alta disponibilità finanziaria e competenza al fine di creare strutture legali da cui gli stessi possano trarre vantaggio". (traduzione dall'inglese di chi scrive)

Regolamento Cartolarizzazioni rappresenta infatti la *reductio ad unum* di testi legislativi alquanto frammentati, emanati negli ultimi anni in tema di cartolarizzazioni, con riferimento alla *due diligence* e ai *retention requirement*. La normativa, organizzata a seconda dei diversi settori dell'industria finanziaria, necessitava di un miglior inquadramento sistematico, e il testo unionale del 2017, entrato in vigore a gennaio del 2019, rappresenta il positivo risultato di un tale processo[5]. È questo lo scopo della nuova legislazione, come inferibile dai Considerandi.

1.2. Le cartolarizzazioni e lo shadow banking

Le operazioni di finanza strutturata e le cartolarizzazioni[6], quali transazioni ascrivibili per antonomasia a questa tipologia di operazioni, sono assurte all'onore dei dibattiti scientifici degli ultimi anni. Tali

---

[5] Più precisamente, si fa cenno a tali *legal frameworks*; la CRD IV con riguardo alle banche e alle imprese di investimento; la *Insolvency II Directive*, relativamente alle compagnie di assicurazione; la AIFMD per quanto concerne i gestori di fondi alternativi di investimento; le OICs per la parte riguardante i fondi di investimento collettivo.

[6] O *securitisation,* in inglese britannico, o *securitisation*, in inglese americano. Un *caveat* di tipo linguistico per l'intero lavoro: nello scrivere in italiano, si cercherà di bandire espressioni non italiane e, soprattutto, inglesi che – si osserva con rammarico – in Italia vengono usate e abusate sempre più. Tuttavia, in non pochi casi chi scrive si è trovato nella necessità di utilizzare idiomi stranieri, per indicare concetti che effettivamente sono nati nella pratica degli affari che usa la lingua inglese come lingua franca. Tradurre questi concetti in italiano risulta, a volte, impossibile, anche perché la medesima prassi degli affari italiana, come anche il legislatore domestico, e la dottrina, ne fanno parimenti uso.

La letteratura internazionale sulle *securitisation* è oltremodo vasta. Circa la cartolarizzazione quale metodo di finanziamento delle SME (*small and medium entreprise*), cfr. A. Haynes, *Companies and Finance*, in *Company Lawyer*, 2015, pp. 325-326. Quanto al ricorso, nello specifico, ad entità di diritto lussemburghese, F. van Kuijk, *Luxembourg: Securitisation Companies – Efficient Platforms for Entering the Distressed Debt Market*, in *Derivatives and Financial Instruments*, 2013, pp. 159-165. Per una panoramica delle differenze tra "*European finance structures*" e "*Islamic finance structures"*, cfr. R. Wibier, O. Salah, *The Credit Crunch and Islamic Finance: Sharia-compliant Finance against the Backdrop of the Credit Crisis*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2011, pp. 519-515. Sullo sviluppo della cartolarizzazione nei Paesi Bassi, cfr. B.P.M. Joosen, R.E Juhasz,

transazioni segnano il passaggio da un modello di banca tradizionale – basato sulla raccolta del risparmio e l'esercizio del credito – ad una fenomenologia operativa più complessa, in cui l'ente creditizio cerca forme di finanziamento alternativo e si specializza in attività di consulenza finanziaria, in passato nemmeno immaginate. In particolare, le operazioni di cartolarizzazione[7] hanno fatto nascere un mercato parallelo in cui il risparmio o l'investimento non è raccolto e/o sollecitato attraverso soggetti tradizionali vigilati – quali le banche e/o le imprese di investimento – ma tramite veicoli a bassa capitalizzazione (gli *special purpose vehicles* o *SPV*), che operano in un nuovo mercato, alternativo a quello tradizionale finanziario.

In relazione al modo di operare dei nuovi intermediari, si è coniata, a partire dal 2008, l'espressione che qualifica l'attività bancaria come opaca (o *shadow banking*). Nel nuovo mercato, l'investitore che accede alla nuova forma di investimento in titoli, emessi da un veicolo, non gode, in caso di sua insolvenza, della tradizionale forma di tutela riservata al depositante. In altre parole, l'attività bancaria viene svolta da una serie di istituzioni specializzate, quali le "banche opache" (per l'appunto i veicoli, *vehicle*, o *conduit*), che svolgono funzioni di trasformazione dei crediti e delle relative scadenze con l'emissione di titoli[8], senza peraltro offrire agli investitori la peculiare garanzia del loro rimborso alla scadenza, di norma assicurata ai depositanti (*depositors' protection*). Anzi,

---

Securitisation in the Netherlands, in *Journal of International Banking Law*, 1997, pp- 435-440.

[7] Per scritti fondamentali in tema di *securitisation*, si veda S.L. Schwarcz, *Structure Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitisation*, III ed., New York, 2003; S.L. Schwarcz, *Securitisation Post-Enron*, in *Cardozo Law Review*, 2004, p. 1539 ss.; S.L. Schwarcz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, in *Utah Law Review*, 2008, p. 1109 ss.; S.L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, in *Review of Banking & Financial Law*, 2012, p. 619 ss.; S.L. Schwarcz, *What is a Securitisation? And for What Purposes?*, in *Southern California Law Review*, 2012, p. 1283 ss.; D. Ramos Muñoz, *The Law of Transnational Securitisation*, Oxford, 2010. Nella manualisitca gius-bancaria internazionale, si faccia riferimento a M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., London, New York, 2020, p. 247-262. Si veda anche M. De Poli, *Fundamentals of European Banking Law*, Padova, 2018, p. 35 ss. In merito alla struttura economica di una cartolarizzazione, si veda da ultimo S.Y. Deku, A. Kara, *Securitisation: Past, Present and Future*, London, 2017.

[8] Ciò è vero soprattutto dalla prospettiva del cedente, il quale vede, al momento del *settlement* delle cessioni del portafoglio, incassare denaro che altrimenti avrebbe introitato alla scadenza naturale dei relativi mutui.

le banche in passato hanno usato i veicoli (*SPV*), proprio in quanto non regolamentati[9].

Si può affermare che la tradizionale attività bancaria (di intermediazione fra risparmiatori e prestatori di denaro)[10] riceve talora il diretto supporto del "settore pubblico"[11], laddove l'attività bancaria opaca è supportata solo in modo indiretto o implicito[12], per quanto riguarda le operazioni di cartolarizzazione, attraverso la loro appostazione fuori bi-

---

[9] T. Adrian, A.B. Ashcraft, *Shadow Banking Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, n. 559, 2012, in www.newyorkfed.org. Per un'analisi di fondo dello *shadow banking*, si veda Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, n. 458, 2010, in www.newyorkfed.org; S. Claessens, Z. Pozsar, L. Ratnoski, M. Singh, *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF Staff Discussion Note, 2012, in risk.econ.queensu.ca.

[10] La dottrina internazionale (K. Alexander, *op. cit.,* p. 295), più recentemente, si pone il problema di cosa sia una banca nell'era dello *shadow banking*. In proposito, viene affermato che il *"l'attività della banca è solitamente limitata a quella principale di intermediazione del credito, con la raccolta di risparmio dai depositanti e da altri creditori e la concessione di crediti a lungo periodo a mutuatari e al tempo stesso con la concessione di liquidità ai clienti nella forma di facilitazione di pagamenti"*. (traduzione dall'inglese di chi scrive) Viene enfatizzato in proposito che i *"rischi finanziari associati all'intermediazione del credito e la ben nota operazione di trasformazione delle scadenze ("maturity transaformation"), costituiscono la maggiore preoccupazione per il normatore bancario in quanto la pratica del prendere a prestito a breve e del fare finanziamento nel lungo periodo può porre seri rischi alla società ove le banche non riuscissero a gestire i loro rischi in modo effettivo"*. (*ibidem*)

[11] A tal proposito, è enfatizzato in dottrina – si veda per tutti E. Avgouleas, *Regulating Financial Innovation*, in N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation,* Oxford, 2015, p. 666 – che le "banche ombra" non sono assoggettate "alla rete spessa delle regole prudenziali che disciplinano le operazioni delle banche, le quali godono di un supporto pubblico" (traduzione dall'inglese di chi scrive). In lingua inglese, per approfondimenti monografici sullo *shadow banking* v. V. Lemma, *The Shadow Banking System*, London, 2016. Circa l'interazione fra *securitisation* e *shadow banking,* cfr. anche P. de Gioia Carabellese, *Securitisation and Structured Finance: from Shadow Banking to Legal Harmonization*, in I.H.-Y. Chiu, I. MacNeil (eds.), *Research Handbook on Shadow Banking. Legal and Regulatory Aspects*, Cheltenham, 2018, p. 117 ss.

[12] J. Gallin, *Shadow Banking and the Funding of the Nonfinancial Sector*, Federal Reserve Board, Washington DC, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, 2013.

lancio da parte delle istituzioni bancarie che originano il veicolo[13]. Gli aspetti positivi e negativi delle operazioni di finanza strutturata e, più in generale, dello *shadow banking* si possono individuare facilmente, quanto meno nei loro termini generali.

Della *decentralisation*, dunque della decentralizzazione dell'attività di emissione dei titoli, dalla banca che li crea al veicolo, può beneficiare l'investitore. Viene, infatti, affermato in primo luogo che la *decentralisation* "può aumentare il benessere del consumatore [*consumer welfare*] attraverso una espansione della varietà di fondi e dei prodotti finanziari resi disponibili agli investitori individuali"[14]. In secondo luogo, la *decentralisation* può rendere il sistema finanziario più robusto contro shock negativi del mercato, per la ragione che "le perdite sono distribuite fra istituzioni finanziarie più piccole e ciò mitiga il rischio del così detto *"too-big-to-fail'"*[15].

Vi sono tuttavia anche aspetti negativi di un tale fenomeno. Per definizione, "i fallimenti del mercato possono verificarsi più frequentemente nello *shadow banking* che nel sistema bancario tradizionale"[16]. Lo *shadow banking* – attraverso le operazioni di cartolarizzazione - può anche aumentare il rischio sistemico, atteso che, "a causa della decen-

---

La dottrina (K. Alexander, *op. cit.,* p. 302) sottolinea anche gli aspetti positivi dello *shadow banking*:

"La disintermediazione delle banche tradizionali operata dallo shadow banking nel prestare credito aumenta l'efficienza economica consentendo alle società di prendere a prestito denaro senza pagare il sovrapprezzo [mark-up] sul tasso di interesse operato dalle banche tradizionali. Lo shadow banking coinvolge imprese di investimento, società finanziarie e fondi speculativi [hedge funds] e assolve spesso ad una funzione di intermediazione al posto delle banche, producendo meno efficienze. Ciò nondimeno, poiché operare in un contesto non bancario può [anche] creare maggiori efficienze (i.e. minori differenze (spreads) del debito tradizionale bancario) per l'economia quale bene pubblico - insieme con i minori costi regolamentari -, l'intermediazione non bancaria può ottimizzare il benessere sociale, a condizione che i rischi regolamentari, come i rischi sistemici, siano tenuti in adeguato controllo". (traduzione dall'inglese di chi scrive)

[13] Si veda anche T. Adrian, A.B. Ashcraft, *op. cit.*, p. 3. Sul tema dello *shadow banking* e della separazione tra attività bancaria "vera e propria" e attività di investimento in Cina, cfr. X. Kong, *Is it the right time for chinese banking to run a mixed business?,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2004, pp. 348-355.

[14] (traduzione dall'inglese di chi scrive) K. Alexander, *op. cit.,* p. 302.

[15] (traduzione dall'inglese di chi scrive) K. Alexander, *ibidem.*

[16] (traduzione dall'inglese di chi scrive) K. Alexander, p. 302.

tralizzazione, lo *shadow banking* crea frammentazione di mercato, interconnessione e opacità, rendendo difficile ai partecipanti al mercato di processare le informazioni, consentendo un accumulo di rischi e causando panico allorquando [gli stessi,], nascosti[,] diventano apparenti"[17].

A partire dal 1° gennaio 2019, le operazioni di natura strutturata, quali le cartolarizzazioni, sono assoggettate ad una cornice unica, applicabile a tutti i Paesi dell'area economica comune. Ciò, per effetto della emanazione di un nuovo testo legislativo, il Regolamento 2017/2402 (di seguito "Regolamento UE")[18], preceduto dalla relativa proposta della Commissione UE del settembre 2015 (di seguito "proposta di Regolamento UE")[19]. Non solo: la nuova disciplina interviene in modo radicale al fine di coniare una definizione di operazione "tipica" di cartolarizzazione che si configura come tale ove ricorrano specifici parametri di trasparenza, semplicità e standardizzazione. Il legislatore UE promuove, quindi, una specie di "marchio di origine controllata" delle operazioni di cartolarizzazione, a voler stabilire una linea di demarcazione ideale (anche a fini regolamentari) fra cartolarizzazioni buone e cartolarizzazioni cattive. Tale marchio "DOC" diventa strategico, peraltro, anche al fine di consentire agli enti istituzionali, *in primis* alle banche, ma anche alle assicurazioni, di meglio apprezzare i titoli in cui poter investire.

---

[17] (traduzione dall'inglese di chi scrive) K. Alexander, *op. ult., ibidem.*

[18] Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012 (in seguito, "Regolamento UE" ovvero "Regolamento Cartolarizzazioni"). Ai sensi dell'art. 48 del Regolamento UE in parola, l'entrata in vigore è prevista il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella GUUE (dunque il 17 gennaio 2018), mentre il par. 2 del medesimo articolo prescrive che la decorrenza sarebbe intervenuta a partire dal 1° gennaio 2019.

[19] Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012, COM(2015)472 fin., 30 settembre 2015 (in seguito, "proposta di Regolamento UE"). S. Graziadei, *Il "nuovo" Quadro normativo europeo sulle cartolarizzazioni del Regolamento (UE) 2017/2402*, in *Diritto bancario*, 10 aprile 2018, reperibile *online*.

In aggiunta a ciò, ad evitare i rischi che condussero alla crisi finanziaria del 2007/2008, la legislazione prevede un obbligo di "dovuta diligenza" (*due diligence*) per cui il soggetto istituzionale, prima ancora di effettuare l'investimento in titoli cartolarizzati, deve essere in possesso di una valutazione attenta dell'investimento, anche da un punto di vista legale. Un ulteriore obbligo è quello relativo al c.d. requisito di detenzione o mantenimento del rischio (*retention requirement*), imposto esplicitamente dalla nuova disciplina con riferimento ai titoli emessi dal veicolo. Uno degli obiettivi ultimi del presente lavoro è di verificare che, per effetto del radicale (o finanche troppo invasivo) intervento del legislatore UE, l'espressione "attività bancaria opaca"[20], qualora vista nella sua accezione principale, abbia ancora ragion d'essere, quanto meno da una prospettiva europea, proprio per effetto dell'articolato in commento.

Infine, l'unica area che viene lasciata al di fuori del perimetro del Regolamento UE in tema di cartolarizzazioni è quella delle società di valutazione del merito di credito, attività che pure si riconnette chiaramente alle operazioni di finanza strutturata. È da ritenere al riguardo che, poiché la disciplina relativa a dette società ha subito negli ultimi anni corposi interventi legislativi[21], la scelta del legislatore UE è stata,

---

[20] Si è già accennato alla "*literature*" in tema di *securitisation* e *shadow banking*. Il contributo degli *Scholar* è tuttavia davvero vasto su tali temi. Si fa riferimento a P.A. McCulley, *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, PIMCO, Global Central Bank Focus, 2009, in www.pimco.com, afferma che, a differenza delle tradizionali banche regolamentate, "le banche ombra non regolamentate si finanziano attraverso forme di raccolta non assicurate, le quali possono o non possono essere protette da linee di liquidità che provengano da banche reali" (traduzione dall'inglese di chi scrive). Va detto che, senza ombra di dubbio, nelle cartolarizzazioni, l'obiettivo delle liquidità a mezzo dell'emissione di titoli da parte del veicolo costituisce tuttora l'obiettivo primario dell'operazione. Cfr. F. Battaglia, M. Mazzuca, *La relazione tra attività di cartolarizzazione e liquidità nelle banche italiane. Alcune evidenze empiriche dalla recente crisi finanziaria*, in *Banca Impresa Società*, 2012, pp. 419 ss., in particolare p. 420. Gli A. evidenziano che nel mercato bancario esaminato in Italia, nel periodo 2000/2009, la *securitisation* produce effetti positivi sulla liquidità delle banche che pongono in essere tali operazioni (F. Battaglia, M. Mazzuca, *op. ult. cit.,* p. 443).

Per una disamina dell'unione bancaria europea, che costituisce il retroterra normativo dei fenomeni in parola, cfr. N. Ruccia, *Caratteri, limiti e prospettive dell'Unione bancaria*, Bari, 2018.

[21] A livello europeo, i pilastri di questa evoluzione sono costituiti dal Regolamento n. 1060 del 2009; dal Regolamento 513 del 2011, quest'ultimo

ragionevolmente, quella di mantenerle assoggettate alla disciplina della propria *sedes materiae*[22].

---

di modifica del primo, il quale ha introdotto un regime di supervisione delle agenzie di rating; il Regolamento n. 462 del 2013. Per una osservazione diacronica di tali provvedimenti, si rimanda a A. Sacco Ginevri, A. Troisi, *Il ruolo della agenzie di* rating *e dei* proxy advisors, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., a cura di F. Capriglione, Milano, 2019, pp. 501-526, in particolare pp. 508-517.

[22] Pertanto, l'analisi è lasciata al di fuori della discussione di cui al presente contributo. In tema di *credit rating agency*, in lingua inglese, si rimanda a J. De Haan, F. Amtenbrink, *Taming the Beast? New European Regulation for Credit Rating Agencies*, in *Journal for Comparative Government and European Policy*, 2012, p. 433 ss.; J. De Bruyne, *Liability of Credit Rating Agencies: Regulatory Changes and Tendencies in Case Law Following the Financial Crisis*, in *International Company and Commerical Law Review*, 2016, p. 87 ss. Per un quadro della dottrina italiana in tema di società di valutazione del credito, si veda: L. Di Donna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012; A. Troisi, *Le Agenzie di rating*, Padova, 2013. Fra i diversi contributi, si segnala A. Romano, A.M. Pacces, A. Troisi, *Agenzie di rating e responsabilità civile: una soluzione «contrattuale»*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2014, p. 571-590.

Viene sottolineato correttamente dalla dottrina (L. Di Donna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, *cit.*, p. 390) che la funzione della responsabilità civile delle agenzie di *rating* "è quello di fornire agli investitori, soprattutto quelli medio-piccoli e non istituzionali, uno strumento aggiuntivo di tutela nei confronti del fallimento del mercato dovuto al comportamento ingannevole, o comunque fuorviante, di uno dei principali attori dei mercati finanziari".

Quanto alla natura di tale responsabilità, viene anche enfatizzato che il suo presupposto fondamentale per accertare la natura di tale responsabilità è che "il loro giudizio crea, negli investitori, un affidamento sul rischio di credito di un titolo o sulla solvibilità o solidità economico-finanziaria di un emittente, che viene tradito e leso quando la valutazione dell'agenzia è erronea, inesatta o incompleta" (L. Di Donna, *La Responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, *cit.,* p. 402).

A definire, anche da un punto di vista legislativo europeo, la responsabilità delle *credit rating agency*, concorrono il valore reputazionale delle stesse, la loro credibilità e la competenza tecnica, prescindendo da un rapporto di tipo contrattuale, atteso che "l'investitore viene a conoscenza del rating attraverso i quotidiani, la rete e le informazioni fornite dagli intermediari finanziari o

1.3. Segue: shadow banking *e inefficienze di mercato*

Lo *shadow banking*[23] può creare inefficienze del mercato (definibili in modo molto diretto nell'inglese, quale *market failures*)[24]. Queste si possono classificare in: *information failure* (inefficienze informative); *rationality failure* (inefficienze da razionalità); *principal-agent failure* (inefficienze nel rapporto fra mandante e mandatario); *incentive failure* (inefficienze da incentivi).

---

altrimenti reperibili sul mercato, senza entrare mai in contatto con le agenzie" (L. Di Donna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, *cit.*, p. 403).

[23] Per una panoramica dei rischi associati al fenomeno cartolarizzazione: Securitisation (editorial), *The Financial Crisis and the Need for Effective Risk Retention*, in *European Business Organisation Law Review*, 2013, pp. 1-27; C.C. Ajibo, *Shadow Banking, MMF runs a Risk Regulation, and a Case for Regulatory Harmonisation*, in *International Company and Commercial Law Review*, 2015, pp. 395-404. Per l'importanza che la *disclosure* assume in relazione alla tutela degli investitori, cfr. H. Merkt, *Creditor Protection through Mandatory Disclosure*, in *European Business Organisation Law Review*, 2006, pp. 95-122.

Quest'ultimo autore afferma quanto segue:

"Nel complesso, la ragione per la protezione dei creditori attraverso una comunicazione obbligatoria [*mandatory disclosure*] è tutt'altro che priva di dubbi. Mentre secondo la teoria economica e legale la comunicazioni obbligatoria è un importante strumento per migliorare l'efficienza del mercato e prevenire i fallimento del mercato, l'esperienza empirica indica chiari limiti del concetto e numerose sfide alla sua efficacia. In primo luogo, i maggiori institori istituzionali che negoziano clausole finanziarie ed in tal modo assicurano la solvibilità della società agiscono quali fiduciari di fatto dei piccoli creditori, n tal modo limitando il bisogno per comunicazione aggiuntiva. In secondo luogo, la comunicazione di piccole imprese soffre, fra gli altri ed in particolare, di importanti limiti che riguardano l'aspettativa alla solvibilità e alla affidabilità. In terzo luogo, l'attuale regime obbligatorio di comunicazione societaria non prevede, quanto meno in modo sufficiente, informativa meno invasiva (*soft disclosure*) sulla solvibilità prospettica della società. Da ultimo, ogni riforma che riguardi la comprensibilità, la tempestività e l'attivazione della comunicazione appare necessaria al fine di proteggere i creditori della società in modo più efficace" (traduzione, non letterale, dall'inglese di chi scrive).

[24] K. Alexander, *op. cit.,* p. 303. Cfr. anche V. Bavoso, *Financial Innovation and Structured Finance: the Case of Securitisation*, in *Company Lawyer*, 2013, pp. 3-12; I. H.-Y. Chiu, I. MacNeil (eds), *Research Handbook on Shadow Banking: Legal and Regulatory Aspects*, Cheltenham, 2018.

Quanto alle prime, la complessità dello *shadow banking system* può pregiudicare la *disclosure*, e si sa bene che la *disclosure* costituisce la prima risposta alla *information failure*. La semplificazione o standardizzazione potrebbe pure essere la risposta a questi problemi, anche se può paradossalmente avere un effetto *boomerang*. Ad esempio, la standardizzazione delle operazioni su derivati può indirettamente aumentare il rischio sistemico mercé la concentrazione della esposizione su derivati a livello di *clearing house*.

Quanto alla inefficienza da razionalità (*rationality failure*), è indubbio che gli esseri umani non sempre operano con piena razionalità e ciò spiega la ragione per cui, malgrado la complessità dello *shadow banking*, i partecipanti al mercato possono agire senza una adeguata comprensione del fenomeno. Fra queste situazioni di *rationality failure*, si possono contemplare le scelte di investimento basate su modelli matematici che non sempre risultano comprensibili, in quanto troppo tecnici: razionalmente un investitore dovrebbe astenersi dall'investire, in situazioni di mancanza di comprensione di un'operazione finanziaria.

La terza inefficienza sopra evidenziata è quella connessa al rapporto fra mandante e mandatario (*principle-agent failure*). Questa tipologia di problematiche riguarda i conflitti di interesse fra *manager* e *owner* delle banche e delle imprese di investimento. I *manager* sono *risk takers*, in quanto sono pagati su meccanismi di compensazione nel breve periodo, basati su compensi variabili. Dunque, hanno un interesse o incentivo a stipulare contratti ad elevato rischio.

Un ultimo elemento è il così detto "*incentive failure*". Questo tipo di problematica nasce quando, alla luce degli sviluppi tecnologici, gli investitori possono diversificare l'esposizione del loro portafoglio al rischio, sull'erronea convinzione che il rischio sia stato minimizzato *ex ante*, e dunque non vada monitorato *ex post*; il che ovviamente può portare ad una polverizzazione del valore dell'investimento.

1.4. Segue: *la struttura economica delle cartolarizzazioni*

È la dottrina italiana ad aver lumeggiato meglio la natura delle operazioni di finanza strutturata[25]. Le cartolarizzazioni sono operazioni

[25] La dottrina italiana che si è occupata di cartolarizzazioni è vastissima, per quanto concerne i primi anni di vigenza della Legge 130, dunque all'inizio del 2000. Negli anni più recenti sembra che vi sia un "sonno dogmatico"

che, da un punto di vista civilistico, si caratterizzano per la cessione di attività da un soggetto cedente (*originator*)[26], di prassi, ma non necessa-

---

della letteratura, in specie italiana, su questo tema. Quanto alle trattazioni monografiche in tema di *securitisation* in Italia, cfr. P. Ferro-Luzzi, *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, Milano, 2005; V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003; P. Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Torino, 2009; D. Galletti, G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002; S. Dell'Atti, *La cartolarizzazione dei crediti. Problematiche attuali alla luce dei nuovi orientamenti*, Napoli, 2005; G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti. Commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002. Più recentemente, cfr. M. Mazzuca, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Milano, 2015. Relativamente alla tutela degli investitori, cfr. C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, 2007. Sui temi della quotazione, cfr. E. Girino, "Asset backed Securities", *quando i crediti cartolari si quotano in borsa*, in *Amministrazione e finanza*, 2000, pp. 46 ss. Dal punto di vista economico, per una iniziale analisi della cartolarizzazione si rimanda a Giovanni Ferri, *La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese italiane,* in *Studi e Note di Economia*, 1998, pp. 1-17. L'Autore si riferisce correttamente alla *securitisation* quale cartolarizzazione dei crediti, dunque *loan securitisation*, la quale ha ricondotto "sui mercati attività finanziarie precedentemente illiquide perché detenuto su base bilaterale" (*ibidem*). A differenza del *factor*, sottolinea l'Autore, "la cartolarizzazione permette così di ripartire i rischi su un mercato più ampio e di conferire maggiore liquidità ai crediti bancari o anche, più in generale, ai crediti vantati da altri soggetti" (*ibidem*). Per gli aspetti fiscali, cfr., *ex plurimis*, E. Ceriana, *Prime osservazioni sugli aspetti civilistici e fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Diritto e pratica tributaria*, 2001, pp. 10406 ss. Sulla tematica bilancistica, cfr. M. Venuti, *I crediti e le operazioni su crediti (cessione dei crediti, factoring, cartolarizzazioni e contratti affini) nel bilancio codicistico e nel bilancio IAS/IFRS*, in *Rivista delle società*, 2010, pp. 745 ss.

[26] Circa i rapporti fra debitore ceduto e *originator*, da un punto di vista civilistico italiano, che comunque costituisce approfondimento di altre parti del presente lavoro, cfr. R. Campione, *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originator e debitori ceduti: profili civilistici*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2018, pp. 1485 ss. Sul rapporto fra cartolarizzazioni e fondi comuni, cfr. G. Gentile, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000, pp. 756 ss.

riamente, una banca, ad un altro soggetto (il veicolo, *SPV*[27]); quest'ultimo paga i crediti che gli sono stati ceduti (*receivable*) non con proprio denaro, ma con quello che raccoglie, collocando nel mercato i titoli cartolarizzati (*securities*) che emette[28]. Per altro verso, i sottoscritto-

[27] Le caratteristiche dalla *SPV* sono evidenziate nel presente lavoro, in più parti. Si accenna, richiamando la dottrina italiana (M. Vitucci, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, 3°ed., Milano, 2014, pp. 499-530, particolarmente p. 514) che, fondamentalmente, l'oggetto sociale del conduit "è strettamente limitato alla realizzazione di operazioni di cartolarizzazione; essa non ha poteri di gestione effettiva e quindi, pur essendo l'elemento centrale dell'operazione, ha una limitata capacità di agire, che si esaurisce con la stipulazione, subito dopo la sua costituzione, di un pacchetto di contratti, conclusi con gli altri soggetti coinvolti nella cartolarizzazione, da cui nasce la serie di rapporti che costituisce il "tessuto" dell'intera operazione". Per commenti agli albori della Legge 130, cfr. A. Giannelli, *La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell'impresa*, in *Rivista delle società*, 2002, pp. 920 ss.

[28] Ciò distingue precipuamente, fra i diversi aspetti, il veicolo della cartolarizzazione dall'intermediario finanziario non bancario, atteso che a quest'ultimo è espressamente preclusa l'attività di raccolta fra il pubblico. In varie parti del presente lavoro, si rimarca che nel modello anglo-americano, in particolare nella legislazione britannica e nel diritto anglo-gallese, non vi è una categoria societaria *ad hoc*: il veicolo è una *limited*, una società di capitali potenzialmente con capitalizzazione minima.

Per contro, nel modello italiano si è voluto creare uno schema societario specifico, con diverse conseguenze, fra cui il patrimonio separato. In proposito, i primi commentatori (U. Ciaravolo, A. Sciotti, *Commento sub articolo 3, commi 1 e 3*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/1999*, a cura di P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, *op. cit*., p. 248) hanno sottolineato che una tale scelta potrebbe essere dovuta al fatto che vi è "presumibilmente [..] la mancanza [in Italia] di istituti che consentano di separare una parte del patrimonio sociale (*rectius*: il flusso reddituale proveniente da un determinato asset) e di vincolarla al perseguimento di obiettivi specifici. In mancanza di una esplicita previsione legale qualsiasi società di diritto comune interposta tra soggetto cedente e sottoscrittori dei titoli non consentirebbe di separare le regioni dei creditori della società da quelle dei portatori dei titoli". Il presente lavoro, in diverse parti, dimostra che, in realtà, un ordinamento come quello inglese non scegli una segregazione legale, ma meramente negoziale: la scelta della "strada legislativa", la quale si verifica particolarmente in Italia (soprattutto rispetto agli ordinamenti europei di *common law)*, rappresenta, verosimilmente a causa del contesto sociale, un rafforzamento dell'isolamento del veicolo rispetto sia agli attivi sia ai sottoscrittori dei titoli. Da un punto di

ri dei titoli rivenienti dalla cartolarizzazione non investono secondo i criteri tradizionali che orientano il depositante o l'investitore in titoli che non siano cartolarizzati; criteri che, ai fini del rimborso, si basano sostanzialmente sulla valutazione della solvibilità della controparte (banca o impresa emittente). I sottoscrittori in parola effettuano invece una doppia valutazione: (i) quella sui crediti ceduti, in quanto sono questi, e non il patrimonio del veicolo, ad assicurare agli investitori che i loro crediti saranno onorati; (ii) quella sul complesso dei rapporti contrattuali, posti a presidio dell'operazione di cartolarizzazione. Fa da corredo all'insieme di relazioni e valutazioni di cui sopra, un artificio di tipo contrattuale. Poiché i crediti sono ceduti ad un veicolo che non è ad attività multipla (*multi-purpose*) - quale per definizione sarebbe una società con oggetto sociale ampio - ma a scopo definito (*special-purpose*)[29], gli unici creditori sono gli investitori e dunque il rischio per gli investitori di subire il concorso di altri creditori risulta molto limitato. Ne consegue che i titoli emessi dovrebbero risultare molto appetibili in quanto gli investitori devono porre attenzione soprattutto alla valutazione (*rating*) dei crediti, peraltro certificata da una apposita agenzia.

Gli obiettivi per i quali un'operazione di cartolarizzazione viene effettuata sono molteplici e variano in relazione alle diverse parti ed "attori" coinvolti. Dalla prospettiva degli investitori, una cartolarizzazione consente loro di investire (indirettamente) in attivi quali crediti fondiari e prestiti a valere su carte di credito che altrimenti non potrebbero costituire forme di investimento. Inoltre, gli investitori potrebbero essere attratti dal comprare *bond* emessi da una *SPV* poiché in questo modo gli stessi potrebbero essere investiti in attivi con il rischio di credito relativamente basso e, dunque, elevato *rating*, e relativamente alto profitto.

Gli obiettivi dell'*originator* sono finanziari ma anche regolamentari. In primo luogo, l'*originator* può volere un trattamento fuori bilancio (*off-balance treatment*) dei crediti (*receivable*) ed un migliore effetto leva (*leverage ratio*). Ciò può essere realizzato dalla parte originatrice in quanto questa non detiene più il rischio di credito dei *receivable*, ma riceve immediato *cash*, dunque il prezzo che la *SPV* paga per i *receivable*, piuttosto che dover attendere fino alla scadenza dei crediti. Con il *cash*, l'*originator* può, per esempio, pagare le passività esistenti (*outstanding liability*) e, dunque, ottenere un miglior *leverage ratio* (effetto

---

vista giuridico la "strada" di tipo meramente negoziale percorsa nel Regno Unito realizza, tendenzialmente, gli stessi obiettivi.

[29] Si è ben consapevoli che il *corporate purpose* è l'oggetto sociale, dunque l'adattamento che se ne fa in questa sede non è letterale.

leva), dunque una migliore relazione fra capitale di rischio (*equity*) e capitale di debito (*debt*)[30].

Un'altra ragione per cui l'*originator* può decidere di cartolarizzare i propri attivi (*asset*), è che una *securitisation* può risultare una raccolta (*funding*) relativamente a buon mercato. Il costo del *funding*, dunque il denaro che l'*originator* riceve dalla *SPV*, è relativamente basso, in quanto il *rating* dei *bond* emessi dalla *SPV* è usualmente più alto di quello a cui gli attivi sottostanti sarebbero stati valutati senza porre in essere l'operazione di *securitisation*. Questo può rendere la cartolarizzazione un'alternativa meno costosa di altri metodi di *funding* quali il prestito sindacato di una banca ovvero l'emissione di un *bond* societario (*corporate bond*).

Una terza ragione per cartolarizzare può ricondursi al fatto che la *securitisation* consente all'*originator* di offrire i suoi attivi ad un pubblico più ampio di quello normale, in quanto i *bond* sono più facili da negoziare di quanto non siano i sottostanti attivi, dunque i crediti stessi.

Una quarta ragione per cartolarizzare può essere costituita dal così detto *"regulatory capital relief"* (dunque lo "sconto" del capitale regolamentare) che può essere realizzato attraverso il trasferimento dei *receivable* dall'*originator* alla *SPV*. Per il rischio di credito che l'*originator* corre sui crediti in via iniziale, una banca deve detenere *"regulatory capital"* (capitale regolamentare). Senza il rischio di credito che vada a gravare sui "libri", l'*originator* libera un tale capitale regolamentare, che diversamente è obbligato a vincolare, con conseguente possibilità di investirlo in ulteriori attività in modo più profittevole[31].

---

[30] Nelle cartolarizzazioni sintetiche, il trattamento fuori bilancio non è possibile per definizione, in quanto gli attivi non sono trasferiti alla *SPV*. Le cartolarizzazioni sintetiche, di fatto, ridondano in una neutralizzazione del rischio di una parte definita dell'attivo di un soggetto beneficiario (non cedente, tecnicamente), da parte di un operatore bancario e finanziario che opera quale "assicuratore" in merito a quel rischio. La protezione di poste di bilancio da parte di un soggetto qualificato implica, per il beneficiario, il miglio trattamento del proprio bilancio regolamentare.

[31] Sui requisiti di capitale regolamentare nella letteratura internazionale, cfr. K. Alexander, *op. cit.,* pp. 85-126. L'Autore sottolinea in particolare l'importanza del *legal framework* del Basel III, successivo alla crisi finanziaria del 2007/2008, con il quale si sono rafforzate da un punto di vista patrimoniale le banche, anche in relazione ai rischi sistemici, ma anche il nuovo articolato regolamentare della Basel IV, il cui obiettivo, fra gli altri, è quello di ridurre la dipendenza delle banche dai modelli di rischio interno al fine di calcolare il loro capitale regolamentare.

Infine, una banca cartolarizza il proprio portafoglio in quanto la Banca Centrale Europea accetta alcuni *bond* emessi dalla *SPV* quali collaterali allorché fornisce credito alle banche, laddove la BCE non accetterebbe una garanzia (un *security interest*) sui sottostanti *receivable*[32].

Le cartolarizzazioni, criticate subito dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 e da taluni definite finanche illegali ove poste in essere da una banca originatrice[33], passano ora illese al giudizio del solitamente severo legislatore dell'UE[34]. Il 4° 'considerando'[35] del Regolamento UE ne enfatizza i positivi effetti, ponendo in evidenza che:

---

[32] Per le definizioni di collaterale finanziario o *financial collateral* nella letteratura italiana, cfr. per tutti, E. Gabrielli (a cura di), *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2018.

[33] Nella dottrina internazionale, una tale posizione, radicale ma non illogica, è stata assunta, per quanto consta, esclusivamente da F. Merusi, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito, in Banca, borsa, titoli credito*, 2009 I, pp. 253 ss.

[34] È autorevolmente enfatizzato (I. Visco, *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Bologna, 2018, p. 89 ss.) che la crisi finanziaria globale culminò nel fallimento delle banche di investimento, particolarmente *Lehman Brothers*. Le origini di tale collasso, con ripercussioni sul mercato globale, sono tuttavia ascrivibili allo "scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti, alimentata da politiche imprudenti nella concessione del credito". L'amplificazione della stessa poi fu dovuta al fatto che, anche al di qua dell'Oceano, vi fu la diffusione di "prodotti di finanza strutturata basati sulla cartolarizzazione dei mutui ipotecari e di altri crediti, la cui rischiosità era stata generalmente sottovalutata".

[35] Si richiama in questa sede una delle migliori dottrine italiane di diritto dell'Unione europea (U. Villani, *Istituzioni di diritto dell'Unione Europea*, 6° ed., Bari, 2020, p. 300) la quale lumeggia, anche sulla scorta dei *dicta* unionali, i "considerando" quali statuizioni che, in ogni atto, "precedono la parte dispositiva contenuta nei suoi articoli e ne costituiscono il preambolo". Viene precisato che vi è una "tendenza a eccedere nei 'considerando', spostando, talvolta, negli stessi gli elementi dell'atto sui quali non si è raggiunto un consenso nelle competenti istituzioni dell'Unione". In ogni caso, viene aggiunto (*ibidem*), i "considerando" hanno solo "un valore interpretativo", laddove il loro potenziale carattere normativo andrebbe escluso. Cfr. sentenza 19 dicembre 2019, causa C-418-18 P, *Puppinck e altri c. Commissione*. Il *dictum* della CGUE non lascia spazio ad equivoci:

"Il preambolo di un atto dell'Unione è idoneo a precisare il contenuto delle disposizioni dell'atto stesso [..]. I considerando di un atto dell'Unione costituiscono, infatti, importanti elementi di interpretazione, che sono idonei a chiarire la volontà dell'autore di un atto."

"La cartolarizzazione è un elemento importante ai fini del buon funzionamento dei mercati finanziari. Se strutturata in modo solido, (…) costituisce un importante canale di diversificazione delle fonti di finanziamento e di ripartizione più ampia del rischio all'interno del sistema finanziario dell'Unione. Consente di distribuire in modo più diffuso i rischi nel settore finanziario e può dare ai bilanci dei cedenti quel maggiore ossigeno necessario per aumentare l'erogazione di prestiti all'economia. Nel complesso può migliorare l'efficienza del sistema finanziario e aprire possibilità d'investimento supplementari"; in pratica, attivi illiquidi vengono trasformati in titoli prontamente negoziabili[36].

Anche la dottrina italiana, al più alto livello, enfatizza come il fenomeno della cartolarizzazione si ricolleghi ad una *summa divisio*, fra beni "di primo grado", esistenti nella economia reale, destinati a soddisfare i bisogni dell'uomo, e beni "di secondo grado"[37]. Questi ultimi, frutto dell'ingegno dell'uomo, anche se inidonei a soddisfare bisogni della vita quotidiana, sono la carta moneta, le cambiali, e tutti gli altri strumenti finanziari. Con la cartolarizzazione, si creerebbe un bene di secondo grado, il titolo cartolarizzato, capace di creare ricchezza, in quanto "entrambi i partecipanti si arricchiscono e pervengono ad una allocazione finale di risorse migliore per entrambi rispetto a quella di partenza"[38].

Sempre in seno alla dottrina italiana, un *favor* nei confronti del fenomeno della cartolarizzazione, anche in questo caso con riferimento alla disciplina domestica, è riscontrabile in chi sottolinea il collegamento del fenomeno della finanza strutturata con l'art. 47, comma 1, Costituzione[39]. Da un lato, il precetto costituzionale incoraggia il risparmio, dall'altro lo protegge. Di tal via, la Legge 130/1999 rappresenterebbe

---

[36] B. Casu, A. Sarkisyan, *Securitisation*, in A. Berger, P. Molineux, J. Wilson (eds.), *Oxford Handbook of Banking*, Oxford, 2015, p. 354.

[37] P. Schlesinger, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Rivista diritto civile*, 2001, pp. 20265.

[38] P. Schlesinger, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Rivista diritti civile*, 2001, pp. 265-270.

[39] R. Rordorf, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000, p. 1163 ss. L'A. evidenzia che la cartolarizzazione crea nuovi strumenti finanziari, i titoli emessi dal veicolo, i quali rappresentano forme di sollecitazione all'investimento. In una economia di mercato come quella italiana, l'ampliamento della gamma degli strumenti offerti al risparmiatore sarebbe un fenomeno positivo e, presuntivamente, viene affermato, ne migliorerebbe la posizione, dunque, soddisferebbe le esigenze sottese alla Costituzione.

una risposta alle tematiche che discendono, in ambito domestico, dalle operazioni di cartolarizzazione.

Prima della emanazione del Regolamento UE, si enfatizzava che la cartolarizzazione assolvesse anche ad una funzione di allargamento delle modalità di raccolta offerte ad una banca[40]: i titoli emessi dal veicolo sono collocabili in mercati regolamentati – per definizione mercati aperti – e la banca che cartolarizza, anche la più "locale", ha la possibilità di aprirsi ad un mercato globale. Tali aspetti operativi sono ben evidenziati nel 4° "considerando" del Regolamento UE.

Merita richiamare al riguardo la seconda parte del 4° 'considerando', laddove rimarca che:

"La cartolarizzazione può gettare un ponte tra gli enti creditizi e i mercati dei capitali apportando benefici indiretti alle imprese e ai cittadini (attraverso, ad esempio, una minore onerosità di prestiti e finanziamenti alle imprese, crediti per beni immobili e carte di credito). Il presente regolamento riconosce, tuttavia, i rischi di una maggiore interconnessione e di leva finanziaria eccessiva che la cartolarizzazione comporta e, pertanto, incoraggia le autorità competenti a procedere a una vigilanza microprudenziale della partecipazione di un ente finanziario al mercato delle cartolarizzazioni nonché il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), istituito dal regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, le autorità nazionali competenti e le autorità nazionali designate in materia di strumenti macroprudenziali a procedere a una vigilanza macroprudenziale di tale mercato".[41]

Più in generale, si può affermare che le cartolarizzazioni rappresentino "un importante elemento di buon funzionamento dei mercati dei capitali"[42]: permettono una diversificazione della raccolta e del rischio di settore; consentono, nel contempo, di liberare quote di patrimonio di vigilanza degli enti creditizi e, di riflesso, di accrescere il volume di crediti concessi. Nei limiti di tale *caveat* concettuale, una regolamentazione virtuosa di questo settore dovrebbe essere finalizzata a rendere il mercato più sicuro e più semplice, evitando di "ingessarlo".

---

[40] Le cartolarizzazioni impattano sul modo in cui un ente creditizio opera. Insieme alla finanza strutturata, le stesse consentono ad una banca di liberare capitale e di trasformare la gestione del rischio. Cfr. sul tema generale anche V. Lemma, *The Shadow Banking System*, London, 2016, *passim*.

[41] In tema di approccio macroprudenziale: A. Keller, *Debiasing Macroprudencial Policy – part 1: an Evidence-based Approach and the Precautionary Principle*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2019, pp. 5-16.

[42] Si veda la proposta di Regolamento UE, p. 1.

Nella letteratura internazionale[43], in cui la tematica della cartolarizzazione è stata esaminata attraverso la lente dell'attività bancaria opaca[44], particolare enfasi è stata posta sul fatto che la regolamentazione di questo settore dovrebbe essere finalizzata a massimizzare le efficienze e minimizzare il rischio, quest'ultimo per definizione insito nell'attività bancaria opaca; è comunque evidente che una limitazione del "settore bancario opaco" non è di per sé realistica. La dottrina[45] identifica due tipologie di regolamentazione: quella che promuove la resilienza, "generalmente forzando gli investitori o istituzioni a detenere certi fondi in riserva a fronte di un mercato esplosivo"[46]: è la normativa prudenziale, il cui scopo è quello di definire le tematiche di gestione del rischio, in connessione con le cartolarizzazioni; quella che mira al "salvataggio" degli investitori (una sorta di *bail-out*), e dunque a "salvare gli investitori che hanno sofferto perdite nello scoppio della bolla"[47]. Questa seconda tipologia di legislazione è finalizzata a proteggere l'investitore in modo diretto, come ad esempio attraverso i fondi di tutela del depositante.

Le cartolarizzazioni rappresentano probabilmente l'area più delicata da sottoporre a regolamentazione la quale non deve risultare sbilanciata[48] ovvero influenzata da pesanti situazioni di crisi pregresse. L'UE

---

[43] Non sempre la letteratura italiana ha presta attenzione alle cartolarizzazioni. Ad esempio, la stessa migliore manualistica italiana (per tutti F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., Milano, 2019) non tratta delle operazioni di finanza strutturata.

[44] Sempre in tema di attività bancaria opaca, cfr. S.L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, *cit*., p. 631 ss. Quanto alla regolamentazione e ai suoi fini, si veda E. Avgouleas, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge, 2012.

[45] E.F. Gerding, *Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation*, in *Wisconsin Law Review*, 2007, p. 977.

[46] Ivi, p. 1038 (traduzione dall'inglese di chi scrive). Il testo di origine recita: *"resiliency generally by forcing investors or institutions to hold certain funds in reserve out of a booming market"*.

[47] *Ibidem* (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[48] L. Enriques, *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Regulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 2009, p. 1147. Si veda anche E.F. Gerding, *Law, Bubbles, and Financial Regulation*, London, 2013, p. 2, il quale osserva che nel passato, dopo ogni crisi finanziaria, "i legislatori hanno risposto con un contro-attacco di natura regolamentare, lanciando una pletora di nuove disposizioni legali". Inevitabilmente, ha

ha avvertito e quindi recepito questa esigenza con l'emanazione di un organico e sistematico reticolato normativo di cui al Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni, finalizzato tra l'altro a creare le così dette "cartolarizzazioni STS" (*STS securitisations*). Nello specifico, le finalità della regolamentazione, come da iniziale intenzione manifestata nella proposta di Regolamento UE, sono molteplici e possono così sintetizzarsi: riavviare i mercati su base più sostenibile, in modo che cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate possano agire come un effettivo canale di raccolta per l'economia; favorire un più efficiente ed effettivo trasferimento del rischio ad una vasta gamma di investitori istituzionali, tra cui le banche, le quali sono invogliate ad un investimento cartolarizzato con marchio STS; attivare un efficiente meccanismo di raccolta, per operatori che investono nel lungo termine, comprese le banche; proteggere gli investitori e gestire il rischio sistemico per evitare il ricorrere di un modello erroneo di mera generazione (*origination*) e distribuzione[49].

Va detto più in generale che vi è una "resurrezione" del mercato delle cartolarizzazioni, il quale, come sottolineato nella dottrina internazionale[50], rientra in un progetto più ampio volto alla costruzione di un mercato pan-europeo dei capitali nell'ambito della CMU, ossia la *Capital Markets Union*[51]. Come si vedrà estensivamente in questo lavoro, con il marchio STS gli operatori vengono invogliati ad usare i titoli di questa tipologia, in quanto ciò consente un miglior trattamento di tipo prudenziale del proprio bilancio regolamentare. Ciò peraltro conferma anche che la normativa contenuta nel Regolamento Cartolarizzazioni non sostituisce la disciplina privatistica nazionale di ciascuno Stato Membro[52], piuttosto crea soltanto un quadro regolamentare applicabile

---

osservato, "molte di queste leggi alla fine sono scomparse o sono fallite al primo emergere di un nuova bolla" (traduzioni nostre).

[49] Il c.d. "*originate to distribute model*". Si veda la proposta di Regolamento UE, p. 3.

[50] V. Bavoso, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers*, in *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Responses, and Beyond*, in D. Cash & R. Goddard (eds), 2021, London and New York, in corso di pubblicazione, p. 10.

[51] V. Bavoso, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers*, *cit.,* in corso di pubblicazione.

[52] Nel caso italiano, la Legge 130 dovrebbe rimanere intatta, anche perché, ove la stessa venga incisa da specifica disciplina diversa (come nel caso

nel caso gli operatori istituzionali svolgano un ruolo in tali titoli, o quali *originator*, o quali *sponsor*, o, ancora più importanti, quali investitori. In altre parole, la disciplina domestica non viene abrogata, anche perché il legislatore di Bruxelles prevede, nel caso di previsioni più delicate un sapiente regime di disapplicazione[53].

Da ultimo, è da notare che il "marchio STS" non rappresenta nemmeno un *unicum* europeo, atteso che simili iniziative sono state assunte di concerto dallo IOSCO[54], il quale ha portato alla creazione di una cartolarizzazione *STC*, cioè *simple, transparent e comparable*: termini che, *mutatis mutandis*, al di là della sottigliezza linguistica, sono simili al *simple, transparent and standardised* di cui al Regolamento Cartolarizzazioni. In sintesi, i marchi STS e STC definiscono una struttura di tipo negoziale con attivi sottostanti trasparenti, con una migliore prevedibilità dei rischi e delle prestazioni, a beneficio degli investitori. Di tal via gli interessi dell'*originator* e degli investitori, i quali altrimenti sarebbero contrastanti e divergenti, sono meglio convergenti se non del tutto allineati[55].

---

della revocatoria fallimentare) la tecnica legislativa utilizzata è quella della disapplicazione.

[53] Una tale interazione viene meglio spiegata nel corso del presente lavoro.

[54] Ciò è ricordato puntualmente da V. Bavoso, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers, cit*., di prossima pubblicazione. Immediatamente dopo la crisi finanziaria del 2007/2008, il mercato della finanza strutturata divenne improvvisamente "asfittico", sia per una ragione tecnica (le nuove previsioni di liquidità previste da Basilea II, la LCR e la NSFR), e più psicologicamente una avversione al rischio da parte degli investitori verso tale tipologia di prodotti. Tuttavia, entro il 2014, sia il Fondo Monetario Internazionale sia lo IOSCO iniziarono ad aprirsi nuovamente verso tali operazioni, in particolare quest'ultimo (cfr. IOSCO, *Global Developments in Securitisation Regulation, Consultation Report*, June 2012). Furono poi, a livello più "locale", la Bank of England (BoE) e la Banca Centrale Europea (ECB) a promuovere vieppiù tali operazioni, sebbene nella misura in cui fossero più semplici e più trasparenti. Cfr. BoE, ECB, *The impaired EU Securitisation Market*, April 2014; BoE and ECB, *The Case for a Better Functioning Securitisation in the European Union*, Discussion Paper, May 2014.

[55] Questa sintesi è offerta da V. Bavoso, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers, cit.,* p. 10.

1.5. Segue: *le forme alternative di finanza strutturata*

Nel precedente paragrafo, si è analizzato il tipo di *securitisation* che è più comunemente usato[56]. *Repetita iuvant*, questo è costituito dal meccanismo *pay-through*, in cui il veicolo acquista bensì la titolarità del portafoglio, obbligandosi anche a rimborsare il finanziamento, sebbene esclusivamente con i flussi finanziari derivanti dagli incassi del portafoglio. Il *pay-through* indicherebbe, non senza una qualche difficoltà di comprensione, che l'unica "garanzia" per i titolari dei titoli è costituita dai flussi generati dai crediti ceduti[57], non avendo i titolari delle *note* possibilità concreta di ottenere ristoro attraverso una liquidazione del capitale della società emittente, essendo questo sostanzialmente *nummo uno*.

Una seconda forma di cartolarizzazione (*pass-through*) implica la presenza di una società cessionaria che gestisca il portafoglio crediti ma senza esserne titolare: in questa struttura alternativa i crediti, pur gestiti dalla cessionaria in qualità di *trustee*, vengono acquistati *pro quota* dai sottoscrittori dei titoli; data la struttura giuridica del *trust* e nella misura in cui il *trust* medesimo sia riconosciuto direttamente ovvero indirettamente dall'ordinamento giuridico del veicolo, i sottoscrittori dei titoli possono contare - quali *beneficiary*[58], ad utilizzare le categorie del *trust*

---

[56] A. Heinzmann, N. Ronzel, *Luxembourg Loans Investment Structures: Alternative Investment Funds or Securitisation?*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2017, pp. 247-252.

[57] M. Zaccheo, *Cartolarizzazione*, in *Treccani Enciclopedia Italiana*, VII Appendice, 2006.

[58] Viene evidenziato nella dottrina italiana quanto segue:

"I destinatari dei benefici rivenienti dalla gestione del *trust fund* sono i c.d. beneficiari, i quali vantano nei confronti del *trustee* quello che, in termini civilistici, potremmo definire un diritto di credito. Al termine della durata del *trust* (ovvero anche periodicamente nelle more della gestione), infatti, il *trustee* deve trasferire loro, secondo le modalità indicate dal *settlor*, quanto trovasi nel fondo.

I creditori dei beneficiari non potranno [..] aggredire il patrimonio costituito in *trust,* e potranno solo – ove il beneficiario-debitore non si attivi per ottenere quanto dovuto – agire in via surrogatoria direttamente contro il trustee. [..]" (F. Di Ciommo, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale,* in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di R. Pardolesi, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1999, p. 98.

inglese[59] - su un diritto di natura risarcitoria, coercibile dinanzi ad un giudice, nei confronti del *trustee*, ove questi non riconoscesse le pretese dei *beneficiary*[60].

Si può dunque sintetizzare che la tecnica della cartolarizzazione conosce due varianti: in una versione, la cessionaria, che acquista la titolarità del portafoglio, si obbliga a rimborsare il finanziamento esclusivamente con i flussi finanziari derivanti dagli incassi del portafoglio (*pay through*), e teoricamente attraverso il proprio esiguo capitale[61]. In altra versione, la struttura dei pagamenti non risulta strettamente condizionata dai flussi finanziari derivanti dagli incassi, mancando un rapporto tra titoli emessi e crediti smobilizzati.

---

[59] Nella dottrina italiana, in tema di *trust* cfr. F. Di Ciommo, *Il trust e la sua modificabilità: riflessioni sulla "proprietà" del* trustee, in *Trusts*, 2001, pp. 394-401; F. Di Ciommo, *Per una teoria negoziale del trust (ovvero perché non possiamo farne a meno)*, in *Corriere giuridico*, 1999, pp. 773-787; F. Di Ciommo, *Il* Trust *e l'art. 2645 ter: profili di diritto italiano*, in *Le nuove forme di organizzazione del patrimonio*, a cura di G. Doria, Torino, 2010, pp. 205-225; F. Di Ciommo, *La convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985 ed il c.d. Trust interno*, in *Temi romana*, 1999, I, pp. 729-810. Sullo specifico tema dell'adattamento del *trust* interno alla cartolarizzazione, P. Di Bari, *Trust interni: ipotesi operative nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione effettuate ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130*, in *Trusts and attività fiduciarie*, 2002, pp. 46 ss.

[60] In proposito, la dottrina italiana (F. Di Ciommo, *op. ult. cit*., 58) rimarca le tre strutture di ABS: *pass-through*; *pay-through*; *asset backed*. Le differenze, soprattutto nel contesto normativo iniziale della Legge 130 (la quale viene ovviamente è esaminata *funditus* nel presente lavoro), si basavano su una serie di elementi, in particolare quanto:

1. "alla natura del diritto cartolarizzato (qualificabile come diritto di credito nei confronti del cessionario, ovvero come diritto di proprietà su quote del portafoglio a suo tempo acquistato dal cessionario)";
2. "alla consequenziale titolarità degli attivi smobilizzati (ravvisabile in capo alla cessionaria, ovvero direttamente in capo agli investitori)";
3. "alle modalità di pagamento previste per soddisfare i portatori dei titoli rappresentativi (subordinate al soddisfacimento delle aspettative creditorie del cessionario rispetto ai crediti cartolarizzati, ovvero – almeno formalmente – indipendenti dal comportamento dei debitori ceduti)".

[61] Questo è il caso degli ordinamenti di *common law*, quale quello inglese, in cui la separatezza patrimoniale fra crediti ceduti e patrimonio delle società non è sancito espressamente dallo *statute*, ma è piuttosto *de facto* risultato della diversa contabilità esistente fra patrimonio della società e contabilità dei titoli emessi, collegati agli attivi ceduti.

Si è detto che la seconda forma utilizzata presuppone che la cessionaria gestisca il portafoglio crediti senza esserne titolare: in un'articolazione (*pass through*), che si realizza attraverso lo strumento del *trust*, i crediti, pur gestiti dalla "cessionaria" la quale tecnicamente non lo è, in qualità di *trustee*, vengono acquistati *pro quota* dai sottoscrittori dei titoli; in altra ipotesi i titoli, sempre di proprietà dei sottoscrittori, vengono gestiti da un fondo comune; in altra ancora, i crediti restano di proprietà della società cedente, ma la cessionaria ne cura la gestione[62].

La struttura della cartolarizzazione nella forma *pay-through*, soprattutto stante la nuova disciplina del Regolamento Cartolarizzazioni - in cui si prevede e si riconosce *expressis verbis* il veicolo, quale figura giuridica autonoma, in grado di acquisire piena autonomia patrimoniale e separatezza - dovrebbe essere la fattispecie più frequente ed ordinaria. Peraltro, l'accento posto sull'una e sull'altra figura, in linea con quanto avviene già nel contesto internazionale, dovrebbe essere destinato ad essere meno centrale e cruciale nella disamina giuridica della cartolarizzazione, soprattutto a livello europeo[63].

Per certi versi anche la *simple, transparent and standardised securitisation (STS)* rappresenta una tipologia di cartolarizzazione, come tale introdotta dalla *Securitisation Regulation*. Ai sensi della *Securitisation Regulation* (ma ciò viene analizzato a fondo nel presente lavoro), le parti possono decidere di strutturare la loro operazione di cartolarizzazione quale *STS* seguendo una serie di requisiti aggiuntivi. Gli investitori possono beneficiare dall'investimento in *STS bond*, in quanto detenendoli avrebbero significativi vantaggi di natura regolamentare. Tuttavia, tutte queste strutture sono essenzialmente simili a quella discussa in precedenza.

Per contro, nella cartolarizzazione sintetica (*synthetic securitisation*)[64], i crediti (*receivable*) non sono trasferiti alla *SPV* in quanto

---

[62] In questo caso, non essendovi cessione, la cartolarizzazione assume caratteristiche sintetiche.

[63] Strutture alternative sono comunque state sviluppate nella prassi, delle quali si è analizzata essenzialmente una, la cartolarizzazione sintetica, o *synthetic securitisation*. Tuttavia, altre strutture sono anche usate, quali quella nella quale la *SPV* è un *trust*, circostanza che è possibile solo nelle giurisdizioni che riconoscono il *trust*. Vi è tuttavia anche la struttura in cui gli attivi cartolarizzati coincidono con i *bond* della cartolarizzazione (*securitisation bond*).

[64] Nella dottrina italiana, fra i commenti, C. Rucellai, *Cartolarizzazione sintetica e Credit Default Swap*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012, pp. 371 ss.

l'*originator* non vuole cessare la relazione di fiducia con il debitore (*debtor*); in taluni casi, una cessione dei crediti, seppure non comunicata (*undisclosed*), non è possibile, per i divieti stabiliti dalla legislazione dello Stato. Dunque, in una *synthetic securitisation*, vengono trasferiti alla *SPV non i crediti bensì* soltanto i rischi connessi ai crediti, attraverso i derivati: i *credit default swaps* ovvero *CDS*. Di tal via, quando i rischi su tali crediti (*receivable*) si materializzano in perdite, poiché i debitori diventano inadempienti, l'*SPV* rifonde queste perdite all'*originator,* ai sensi del *CDS*.

La *SPV* raccoglie il capitale necessario per effettuare i pagamenti emettendo *bond* alle condizioni che, nel caso di pagamento dalla *SPV* all'*originator*, lo stesso ammontare è dedotto dai *bond*, dunque dai crediti che i portatori di obbligazioni (*bondholder*) vantano nei confronti della *SPV*; di tali *bond*, le *junior note* sono le prime dedotte e, a seguire, le *senior note*.

Nella misura in cui la *SPV* non paga - né è obbligata a farlo - perdite all'*originator* ai sensi del CDS, il capitale raccolto dalla *SPV* è investito in attivi a basso rischio, ad esempio titoli governativi, *government bond*, emessi da nazioni finanziariamente stabili, ovvero in investimenti relativamente sicuri. La *SPV* può pagare capitale (*principal*) e interessi (*interest*) ai *bondholder*, anche attraverso le commissioni (*fee*) che la *SPV* riceve dall'*originator* in quanto assume un rischio stipulando un *CDS*.

Ulteriori voci dell'attivo sono costituite dai ricavi che il veicolo ottiene dai crediti (quelli a basso rischio) comprati con il capitale raccolto attraverso l'emissione di *bond*.

Poiché ai sensi di una *synthetic securitisation* il rischio di credito è trasferito a mezzo di CDS alla *SPV*, la *synthetic securitisation* fornisce capitale in misura più elevata all'*originator*, per il fatto che non deve detenere capitale a fronte di *receivable*[65]. A tal proposito una cartolarizzazione sintetica è identica ad una tradizionale *securitisation transaction*. I vantaggi della *synthetic securitisation* rispetto alla tradizionale cartolarizzazione includono:

a) il fatto che la stessa evita le restrizioni legali sul trasferimento dei crediti che potrebbero dar luogo a rischi di riqualificazione dell'operazione[66];

[65] Sulle regole di adeguatezza patrimoniale da una prospettiva italiana, cfr. C. Brescia Morra, *Le forme di vigilanza*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., a cura di F. Capriglione, Milano, 2019, pp. 129-184.

[66] In alcuni ordinamenti, quale quello italiano, vi sono divieti al trasferimento di crediti i quali rendono una normale operazione di cessione,

b) la notifica (*notice*) al debitore ceduto, ovvero il consenso da parte del debitore, al fine di porre in essere un valido trasferimento di *receivable* ai sensi delle leggi di talune giurisdizioni, come ad esempio quella italiana[67]. È da soggiungere che la legge italia-

---

incluse quelle di natura finanziaria, quali il factoring e la *securitisation*, non sempre praticabile. Cfr. *ex plurimis* A. Torrente, P. Schlesinger, *Manuale di diritto privato*, XXIII ed, a cura di F. Anelli, C. Granelli, Milano, 2017, p. 413.

[67] Nell'ambito della disciplina civilistica italiana, l'art. 1264, c.c., stabilisce che la cessione ha effetto nei confronti del debitore ceduto quando questi l'abbia accettata ovvero gli sia stata notificata. Una volta avvenuta l'accettazione ovvero effettuata la notifica, "creditore, a tutti gli effetti, è unicamente il cessionario" (A. Trabucchi, *Istituzioni di diritto privato*, 49° ed, a cura di G. Trabucchi, Milano, 2019, p. 896).

Viene autorevolmente osservato (P. Perlingieri, *Cessione dei crediti*, Napoli, 2010, p. 75) che il debitore, "con l'accettazione della cessione non riconosce il proprio debito nei confronti del cessionario, ma attesta la conoscenza dell'avvenuta cessione. Egli non valuta né il fatto originario costitutivo del debito, né il fatto modificativo della titolarità del credito [..]" Dunque l'atto giuridico di accettazione della cessione ha una natura di dichiarazione di scienza "ed è sottoposto alla relativa, sia pure problematica, disciplina, sia per quanto riguarda le invalidità sia per quanto concerne la capacità richiesta per il dichiarante" (ibid).

L'art. 1264, comma 2, chiarisce ulteriormente una tale previsione normativa, stabilendo che, ove anche il debitore paghi al cedente prima della notificazione, lo stesso non è liberato "se il cessionario prova che il debitore medesimo era *comunque a conoscenza* dell'avvenuta cessione".

Recenti commenti sulla tematica della notifica a terzi, anche in relazione al contezioso che ne scaturisce, si leggono in A. Scotti, *Cartolarizzazione dei crediti, cessione opponibile al debitore ceduto e interessi protetti*, in *Giurisprudenza italiana*, 2020, pp. 1613 ss. Il Supremo Collegio (Cassazione, 30 agosto 2019, n. 21843) ha sostanzialmente statuito che la disciplina della cartolarizzazione dei crediti, a differenza della disciplina generale della cessione del credito, "esige un bilanciamento tra le esigenze di tutela del debitore ceduto, e del suo affidamento a che la modificazione soggettiva del lato attivo del rapporto obbligatorio senza il suo consenso non determini un pregiudizio nei suoi confronti, e quella degli investitori nei titoli emessi per finanziare l'operazione e che hanno l'unica prospettiva di redditività nell'incasso dei crediti oggetto di cessione". Ne discende, a detta della massima della Cassazione, che "non si possa aggravare il rischio incombente sul risparmiatore, viste anche le tutele che la normativa ha predisposto a suo favore, e, pertanto, il debitore ceduto non può essere parificato, e non può averne conseguentemente i poteri, al contraente ceduto nella cessione

na, nella sua tradizione che la caratterizza da qualche lustro, con la sua normativa speciale (Legge 130/1999), come noto agevola fortemente un tale stadio[68], in quanto la pubblicazione su Gazzetta Ufficiale della cessione del portafoglio segnerebbe il momento a partire dal quale la cessione diviene efficace[69], a prescindere dal fatto che sia stata o meno notificata al debitore[70]. Un tale regime normativo è stato poi ulteriormente semplificato, rispetto al testo di origine della Legge 130, con la previsione della facoltà di applicare alle cessioni di crediti di impresa le modalità previste dalla legge sul *factoring* ai fini dell'opponibilità ai terzi della ces-

---

del contratto." Viene osservato quanto segue (A. Scotti, *op. ult. cit.*, 4/12 online):

"[..] [È] importante non trascurare gli elementi concreti della controversia che hanno occasionato l'affermazione del principio di diritto: il debitore ceduto nell'operazione di cartolarizzazione dei crediti effettuata dal creditore originario aveva contestato di avere effettuato pagamenti senza causa, e cioè per interessi non pattuiti validamente e oneri vari e chiedeva la restituzione di tali importi. La questione, innanzitutto, aveva ad oggetto la nullità parziale di alcune clausole e la natura indebita di addebiti non previsti nel contratto, e poi era processualmente impostata come azione restitutoria da indebito; orbene, le contestazioni concernevano il titolo dell'obbligazione e, quindi, il rapporto con il cedente e, parimenti, il pagamento indebito era stato eseguito a favore di quest'ultimo, per cui solo quest'ultimo era legittimato passivo dell'azione di restituzione, Pertanto, l'analisi della fattispecie concreta dà risalto e maggiore nitidezza all'affermazione della Corte di Cassazione dell'inopponibilità al cessionario delle vicende che riguardano il rapporto intercorso con il cedente, e ciò anche in funzione della protezione degli interessi degli investitori che, diversamente, sarebbero chiamati a subirne le conseguenze senza che il patrimonio separato destinato alla loro soddisfazione abbia mai ricevuto alcun arricchimento".

[68] Si coglie il *favor*, soprattutto ove si compari questa disciplina con la cartolarizzazione nel *common law*, in particolare in Gran Bretagna, ove tale regime manca del tutto.

[69] Ciò è ricordato in dottrina, *ex plurimis*, da D. Galletti, G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.,* p. 62.

[70] L'applicazione della disciplina del TUB in tema di cessione di rapporti giuridici da parte di intermediari va letta, notoriamente, in combinazione con la normativa secondaria di Banca d'Italia. Cfr. Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza, n. 7 del 16 luglio 2001, "Cessione di rapporti giuridici da parte di intermediari finanziari non bancari", ultimo aggiornamento al 2014.

sione dei crediti, in tema di cessione non in blocco[71], ma anche di attribuzione di data certa[72].

Poiché non sussiste un reale trasferimento dei titoli, le norme che sono connesse al trasferimento, fra cui quelle di notifica a ciascun debitore, non trovano attuazione. In altra sede di questo lavoro si è precisato

---

[71] Cfr. M. Vitucci, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.,* p. 529. Viene evidenziato che la modifica della Legge 130 operata con tale provvedimento è stata quella della eliminazione, per tale categoria di crediti di impresa, della necessità che la cessione avvenga in blocco. In tal modo verrebbe agevolata la cessione di crediti commerciali, i quali, pur riferendosi ad un contratto quadro, vengono trasferiti a *pool* o blocchi, a breve distanza l'uno dall'altro.

Il riferimento normativo da richiamare è quello di cui all'art. 4 della Legge 130, comma 2, più precisamente:

"[..] Alle cessioni, anche non in blocco, aventi ad oggetto crediti di cui all'articolo 1 della legge 21 febbraio 1991, n. 52, per gli effetti di cui al comma 1 del presente articolo, è sufficiente che la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'avvenuta cessione contenga l'indicazione del cedente, del cessionario e della data di cessione. [..]"

[72] In questo caso, il richiamo alla legge sul factoring è operato dall'ultima parte dell'art. 4 Legge 130, modificato rispetto al testo di origine.

> "[..] Alle medesime cessioni può altresì applicarsi, su espressa volontà delle parti, il disposto dell'articolo 5, commi 1, 1-bis e 2, della legge 21 febbraio 1991, n. 52".

A sua volta, l'art. 5 della Legge sul Factoring, rubricato "Efficacia della cessione nei confronti dei terzi", stabilisce:

"1. Qualora il cessionario abbia pagato in tutto o in parte il corrispettivo della cessione ed il pagamento abbia data certa, la cessione è opponibile:

a) agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi anteriormente alla data del pagamento;

b) al creditore del cedente, che abbia pignorato il credito dopo la data del pagamento;

c) al fallimento del cedente dichiarato dopo la data del pagamento, salvo quanto disposto dall'articolo 7, comma 1.

1-bis. Ai fini dell'ottenimento della data certa del pagamento è sufficiente l'annotazione del contante sul conto di pertinenza del cedente, in conformità al disposto dell'articolo 2, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170".

che il Regolamento Cartolarizzazioni non si applica alle cartolarizzazioni sintetiche[73].

In chiave storica merita ricordare che la normativa italiana del codice civile del 1865 prevedeva la cedibilità dei crediti: la cessione era perfetta, ai sensi dell'art. 1538, e la proprietà si acquistava di diritto dal compratore o cessionario, "al momento che si è convenuto sul credito o sul diritto da cedere e sul prezzo, quantunque non se ne sia trasferito il possesso"[74]. Si stabiliva anche che il possesso si trasferisse "mediante la consegna del documento che prova il credito o il diritto ceduto"[75].

Rispetto ai terzi il codice civile italiano del 1865 adottava un approccio non diverso da quello di cui al codice civile attuale. In particolare, l'art. 1539, codice civile del 1865, disponeva:

"Il cessionario non ha diritto verso i terzi se non dopo fatta l'intimazione al debitore della seguita cessione, ovvero quando il debitore abbia accettato la cessione con atto autentico."

La dottrina, acutamente[76], osservava come dovesse interpretarsi il termine "terzi", arrivando alla conclusione che essi sono "coloro che non presero parte alla cessione, né rappresentano alcuno dei contraenti come successori a titolo universale o particolare"; ciò secondo la teoria più ampia. Altri invece, in modo più restrittivo, consideravano "terzi" "tutti quelli che non intervenuti nell'atto di cessione hanno acquistato diritti, i quali sarebbero menomati e distrutti se la cessione avesse effetto a loro riguardo nel giorno della sua conclusione, e non in quello

---

[73] Veniva osservato in dottrina (P. Dorin, M. Vojtko, *Simple, Transparent and Standardised Synthetic Securitisation – the Next Step Ahead?,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2017, pp. 299-306) che "l'attuale Proposta UE per le cartolarizzazioni STS [..] copre esclusivamente le cartolarizzazioni tradizionali ovvero *"true sale"*, opposte a quelle "sintetiche" " (*ibidem*, p. 300) (traduzione dall'inglese di chi scrive). La stessa proposta, nella sua versione inglese, prevedeva: *"at this moment there is insufficient clarity on which synthetic securitisations should be considered STS and under which conditions"*. La Proposta sulle Cartolarizzazioni prevedeva che la questione circa l'estensione del suo ambito alle cartolarizzazioni sintetiche sarebbe stata esaminata dalla Commissione Europea ed avrebbero anche seguito il lavoro organismi europei ed internazionali. A leggere la versione finale del Regolamento Cartolarizzazioni si coglie che la scelta finale è stata per l'esclusione delle cartolarizzazioni sintetiche.

[74] F. Schiaffino, *Cessione (Dir. civ. e comm.)*, in *Il Digesto Italiano*, Volume Settimo, Parte Prima, Torino, 1887-1896, p. 798.

[75] F. Schiaffino, *ibidem*.

[76] F. Schiaffino, *op. cit.,* p. 778.

in cui si è intimata la cessione al debitore o sia stata accettata con atto autentico".

La dottrina del tempo[77] propendeva per la seconda soluzione, la quale pragmaticamente comportava, in modo simile a quanto accade nella vigenza dell'attuale codice civile, che, "nel caso di conflitto fra diversi aventi causa dal cedente fra loro, e gli aventi causa del cessionario, la preferenza è data a chi primo in ordine di tempo notificò la cessione al debitore ceduto, o si procurò la costui accettazione per atto autentico."

Come si è anticipato, in Italia, l'ostacolo teorico a porre in essere una operazione di cartolarizzazione, costituito oggettivamente dalla necessità di notifica ad ogni debitore, è escluso in quanto la normativa della Banca d'Italia[78], come noto, prevede la possibilità di pubblicazione su Gazzetta Ufficiale di tale cessione in blocco, pubblicazione che ad ogni effetto di legge terrebbe luogo della notifica a ciascun debitore ceduto.

Per diversi aspetti, una operazione su *covered bond* è molto simile ad una *securitisation*. La principale differenza è che nella operazione tipica di *covered bond* è la banca stessa che emette i *bond* a beneficio degli investitori, piuttosto che la *SPV* come in una vera e propria *securitisation transaction*. Nel *covered bond*, l'obbligazione di pagamento da parte della banca, tanto del capitale che dell'interesse, a beneficio degli investitori, è garantita da parte di un veicolo, immunizzato dal rischio del fallimento, *bankruptcy remote special purpose vehicle*, il quale è definito *Covered Bonds Company* (*CBC*). La società può essere anche detenuta dall'*arranger*, in termini di partecipazione al capitale. Ad ogni modo, la *CBC* garantisce, in modo credibile, il pagamento delle obbligazioni emesse dalla banca, in quanto la banca medesima ha trasferito un sostanziale ammontare di crediti (*receivables*) alla *Covered Bonds Company*. Di tal via, ed in modo simile all'operazione di cartolarizzazione, i crediti (o *receivables*) sono resi disponibili in modo sicuro attraverso il regresso (o *recourse*) da parte degli investitori nei confronti del veicolo, dovesse questi divenire inadempiente nel pagamento delle sue obbligazioni.

Fondamentali differenze sussistono rispetto ad una operazione di cartolarizzazione tradizionale. In primo luogo, gli investitori in *covered bond* vantano un credito nei confronti della banca e di tutti i suoi attivi[79], piuttosto che nei confronti della *SPV* la quale ha, nel proprio

[77] F. Schiaffino, *ibidem*.

[78] Il già citato Bollettino di Vigilanza, n. 7 del 16 luglio 2001.

[79] In tale scenario vi è anche un evidente svantaggio per i creditori che subiscono il concorso dei creditori della banca, la quale è un *multi-purposes*

bilancio, soltanto lo specifico e limitato portafoglio dei crediti, *receivables*. In secondo luogo, poiché gli investitori in *covered bond* hanno sia un credito nei confronti della banca che nei confronti della *CBC*, il fenomeno del *tranching*, della segmentazione, dei *bond* non sussiste, in quanto i *bond* non si riferiscono a specifiche classi di crediti, di *receivables*, come invece avviene nelle cartolarizzazioni. In terzo luogo, non vi è *overcollateralization*, anche in questo caso perché non vi sono classi gerarchiche di obbligazioni. Inoltre, la *CBC* detiene un portafoglio dinamico di *receivable* che può essere ritrasferito alla banca e sostituito con altri *receivables*, laddove nelle cartolarizzazioni la *SPV* riceve un portafoglio più o meno statico. In quarto luogo, a differenza delle cartolarizzazioni, il trasferimento dei crediti alla *CBC* non si traduce in *cash* che viene fornito alla banca, al fine di pagare passività pendenti. Le caratteristiche sopra evidenziate fanno sì che il trasferimento non comporta il trattamento fuori bilancio dei crediti trasferiti.

È altresì importante sottolineare che con l'emissione di *bond* da parte della banca stessa e la garanzia della *CBC*, gli investitori possono avere un'azione nei confronti tanto della banca che della CBC (*"dual recourse"*). Ciò in definitiva comporta che i relativi titoli abbiano un rating più alto dei sottostanti crediti, ove questi fossero valutati in modo separato. Di conseguenza, l'investimento in *covered bond* è considerato di profilo di rischio più basso; per questo, tali titoli, ai fini di ponderazione del rischio e di adeguatezza patrimoniale, ricevono un trattamento più favorevole[80]. Per la stessa ragione, come per le cartolarizzazioni, i costi di raccolta dei *covered bond transactions* possono essere più bassi rispetto a quelli di raccolta per prestiti ordinari. Come poi avviene per le operazioni di cartolarizzazione, i *covered bond* sono qualificati come collaterali nei prestiti della BCE.

1.6. Una nuova dimensione unionale delle cartolarizzazioni

L'art. 2 del Regolamento UE, rubricato "definizioni", contiene una perimetrazione legislativa della cartolarizzazione: "l'operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti, che hanno tutte le seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o dello schema dipendono dalla performance dell'esposizione o

vehicle, piuttosto che uno *special-purposes vehicle*.

[80] Cfr. art. 129 della CRR.

del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema; c) l'operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013"[81].

Si può affermare, quindi, che il Regolamento UE esclude dal suo ambito di applicazione le operazioni di cartolarizzazione *mono-tranche*, quelle che dunque prevedano l'emissione di una unica classe di titoli ABS[82]. Quand'anche vi fossero più classi di titoli ABS, la legislazione non si applicherà nondimeno ove non vi sia diversificazione del rischio[83]. In altre parole, *condicio sine qua non* per l'applicazione della nuova disciplina è la segmentazione del rischio associato all'esposizione cartolarizzata[84], con l'emissione di almeno due *tranches* (anche se solitamente ne sono tre): la *senior*[85] e la *junior*[86]. Il punto 9 dell'art. 2 del Regolamento UE stabilisce poi la linea di demarcazione fra cartola-

---

[81] Per una panoramica del differente approccio alla regolamentazione del fenomeno cartolarizzazione tra USA e UE, cfr. per tutti D. Ramos-Munoz, *The Law of Transnational Securitisation*, *op. cit.*, *passim*. L'Autore, in particolare, esamina la regolamentazione finanziaria della regolamentazione caratterizzato dalla transizione da un regime pre-crisi 2007/2008, non interventista, ad un regime caratterizzato da una disciplina molto più rigorosa (*ibidem*, Capitolo 7).

Per un *excursus* dei vari interventi legislativi comunitari post 2009, e non solo in tema di cartolarizzazione: M. Raines, *Brexit: Time to Revisit UK Regulation on Term Securitisation*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2019, pp. 131-133. Per il ruolo che potrà avere la Brexit sulla *financial regulation* unionale: N. Moloney, *Brexit and EU Financial Governance: Business as Usual or Institutional Change?*, in *European Law Review*, 2017, pp. 112-128; A. Keller, *The Mandate of the European Systemic Risk Board and Resilience as an Essential Component: part 1,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016, pp. 13-23; V. de Seriere, L. Milione, *De-politicising European Bank Resolution Process*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2019, pp. 72-84.

[82] È inutile ricordare che *Asset-Backed Securities* è l'acronimo che indica giustappunto il fatto che i titoli emessi dal veicolo si basano non tanto sulla garanzia del capitale delle società, ma sugli attivi comprati dall'*originator*.

[83] S. Graziadei, *op. cit*.

[84] Ivi.

[85] La prima meno rischiosa in quanto il pagamento è antergato alla classe ovvero alle classi successive. Ciò comporta un interesse più basso.

[86] Il pagamento di questa è postergato alla *senior* ovvero, in presenza di una classe intermedia (*mezzanine*), è postergato a tutte le altre. Gli interessi

rizzazione "tradizionale"[87] e "sintetica"[88]. Nel trattare di ambito di applicazione del Regolamento Cartolarizzazioni, si deve anche enfatizzare che la disciplina ha una portata limitata, quanto meno teoricamente. Il Regolamento Cartolarizzazioni si applica ad enti creditizi, imprese di assicurazione, fondi pensione e gestori di fondi comuni di investimento, quando questi operino quali investitori istituzionali, cedenti, promotori, prestatori originari e società veicolo nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione. La disciplina in parola, dunque, ha una portata soggettiva: allorquando nella cartolarizzazione intervengano soggetti istituzionali, quali quelli bancari e finanziari, la *regulation* fa sì che le normali regole privatistiche cedano il passo a, o meglio si integrino con, quelle più rigorose, di tipo regolamentare, che, per esigenze di stabilità del mercato, mirano da un lato a proteggere l'investitore, dall'altro a salvaguardare la stabilità degli enti vigilati[89].

Ratione temporis, poi, il Regolamento Cartolarizzazioni ha iniziato ad applicarsi alle operazioni di cartolarizzazione i cui titoli siano stati emessi dopo il 1° gennaio 2019, anche quindi nel caso in cui la documentazione contrattuale sia stata sottoscritta precedentemente a tale data. Siffatta peculiarità sembrerebbe confermare che la disciplina in parola ha una finalità volta particolarmente a tutelare l'investitore, per esigenze di trasparenza dei titoli che questi possa eventualmente acquistare. Peraltro, del regime delle operazioni STS potrebbero avvantaggiarsi anche le cartolarizzazioni con titoli emessi prima del 1° gennaio 2019: titoli emessi prima di tale data godranno del marchio della cartolarizzazione "doc", a condizione che possano soddisfare taluni criteri al

---

promessi agli investitori di questa classe *junior* saranno di conseguenza più alti.

[87] Dunque "una cartolarizzazione che comporta il trasferimento dell'interesse economico nelle esposizioni cartolarizzate tramite il trasferimento della proprietà di tali esposizioni dal cedente a una SSPE ovvero tramite una sub-partecipazione da parte di una SSPE, laddove i titoli emessi non rappresentino obbligazioni di pagamento del cedente".

[88] Pertanto, "una cartolarizzazione nella quale il trasferimento del rischio è realizzato mediante l'utilizzo di derivati su crediti o di garanzie personali e le esposizioni oggetto della cartolarizzazione restano esposizioni del cedente".

[89] Peraltro, la portata del Regolamento Cartolarizzazioni è molto più ampia di quanto non si immagini. Poiché anche nelle operazioni di cessione di portafogli di soggetti commerciali vengono solitamente coinvolte banche d'affari - soggetti vigilati dunque - che operano quale *advisor*, di fatto alla totalità delle operazioni di cartolarizzazioni si applicherà il *corpus iuris* emanato nel 2017.

momento della notifica dello status. Un ulteriore requisito soggettivo, in negativo, è che ai sensi del Regolamento Cartolarizzazioni non è possibile vendere titoli ai clienti al dettaglio, quelli non professionali, ai sensi della MiFID II, salvo che a) non sia stata effettuata una verifica di idoneità ai sensi dell'art. 25.2 MiFID, con una specifica relazione scritta, e b) vi sia il rispetto di un limite prudenziale di incidenza dell'investimento sul portafoglio del cliente medesimo[90].

Il terzo limbo poi della definizione, di cui alla lett. c) "l'operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013" opera una esclusione dalla definizione di "cartolarizzazione" con riguardo a quelle operazioni che creano esposizioni derivanti da c.d. "finanziamenti specializzati", come identificate all'articolo 147, paragrafo 8, del Regolamento (UE) n. 575/2013 (c.d. *Capital Requirements Regulation* o CRR)[91].

Alle previsioni di cui alla CRR fanno eco le linee guida proposte dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (*Bank for International Settlements*) nel documento *Basel III: Finalising post-crisis reforms* del dicembre 2017, le quali possono pertanto fornire un utile supporto nell'individuazione delle esposizioni che costituiscono "finanziamenti specializzati" al fine di determinare quali operazioni ricadano tra quelle che il Regolamento Cartolarizzazione esclude dal proprio ambito applicativo[92].

---

[90] Se il portafoglio dell'investitore è di Euro 500.000,00 l'incidenza dell'investimento in titoli oggetto di cartolarizzazione non può superare il 10% di suddetto portafoglio, con un taglio minimo che non può essere inferiore a euro 10.000,00.

[91] Si tratta di esposizioni a) vantate verso un'entità creata *ad hoc* per finanziare o amministrare attività materiali o esposizioni economicamente analoghe, b) le cui condizioni contrattuali conferiscono al finanziatore un sostanziale controllo sulle attività e sul reddito da esse prodotto e c) la cui fonte primaria di rimborso dell'obbligazione è rappresentata dal reddito generato dalle attività finanziate piuttosto che dall'autonoma capacità di una più ampia impresa commerciale. Cfr. anche N. Pepe, F. Occhipinti, L. Vignocchi, *Profili giuridici delle cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili registrati*, in *Rivista diritto bancario*, 26 giugno 2020, online.

[92] In particolare, nel suddetto documento sono individuate cinque categorie di "finanziamenti specializzati", vale a dire i finanziamenti di *project finance*, *high volatility commercial real estate*, *object finance*, *commodities finance* ed *income-producing real estate* (o "IPRE").

La nomenclatura del Regolamento UE va ben oltre tale limitato orizzonte definitorio ed invero si orienta verso una concettualizzazione di tutti i soggetti tipici della cartolarizzazione. In particolare, l'*SPV*, che per anni era l'acronimo di una espressione inglese, nel furore definitorio, peraltro giustificato, del legislatore UE, nella versione italiana diventa "società veicolo per la cartolarizzazione" o "SSPE". Nella definizione di cui si parla si comprendono "una società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo e la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente". La definizione si presta a qualche riflessione, anche di tipo critico, laddove evidenzia gli aspetti funzionali del veicolo e dunque le sue attività che devono essere svolte esclusivamente per "la realizzazione di tale obiettivo", *ergo* per la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. Questa definizione si contrappone a quella della dottrina gius-societaria, che ha tradizionalmente messo in luce che peculiarità del veicolo è quella di avere un unico oggetto, a differenza del modello societario classico, a pluralità di oggetti, e dunque con una pluralità di creditori[93], come già in precedenza evidenziato anche per gli aspetti di valutazione dei connessi rischi.

Senza entrare nel merito circa la puntualità delle definizioni del Regolamento UE, resta da precisare che esse offrono un interessante panorama di termini i quali, solitamente utilizzati nella loro versione inglese, altrimenti non avrebbero avuto, in assenza di una legge redatta nelle diverse lingue UE, alcun corrispondente. A voler banalizzare, si può ritenere che il Regolamento UE, verosimilmente congegnato ed emanato da Bruxelles, funge da sorta di Accademia della Crusca, in un ordinamento quale quello italiano, ormai proclive ad una colonizzazione, culturale ma anche giuridica, di modelli anglo-americani. È il caso del prestatore di servizi[94], il soggetto che, per conto del cedente, "gestisce

[93] È anche enfatizzato correttamente che il veicolo non ha nemmeno una vera e propria struttura, come ad esempio dipendenti. R. Cranston, E. Avgouleas, K. van Zwiten, C. Hare, T. van Sante, *Principles of Banking Law*, Oxford, 2018, p. 491.

[94] *Servicer* o *service provider.* Nella legislazione italiana il *servicer* deve essere anche iscritto nell'albo tenuto dalla Banca d'Italia di cui all'art. 106, T.U.B., requisito che ovviamente non sussiste ove lo stesso sia una banca. Una tale requisito previsto fin dalla data di emanazione della legge è rimasto inalterato. Cfr. A. Cinque, *Commi 6 e 3, lett. c). Il servicer*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi,

un aggregato di crediti acquistati o l'esposizione creditizia sottostante su base giornaliera", definito, nella versione italiana, gestore (art. 2.12). È anche l'ulteriore caso della "linea di liquidità"[95], riferita alla "posizione verso la cartolarizzazione derivante da un accordo contrattuale per l'erogazione di fondi volti a garantire il rispetto delle scadenze nel pagamento dei flussi di cassa destinati agli investitori" (art. 2.15). Tuttavia, la definizione più innovativa è quella dell'*originator*, definito "cedente"[96] in quanto soggetto che "in prima persona o per il tramite di soggetti connessi, direttamente o indirettamente, ha partecipato al contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore o del potenziale debitore che originano le esposizioni cartolarizzate", ovvero soggetto che "acquista le esposizioni di un terzo per proprio conto e successivamente le cartolarizza".

È difficile dire se gli operatori recepiranno questo linguaggio nei testi contrattuali che nella pratica verranno redatti. Nel caso del cedente la definizione sembra essere senz'altro pertinente, in quanto quella differente (teoricamente di venditore), non avrebbe sufficientemente messo in luce che nel fenomeno della cartolarizzazione l'*originator* è un soggetto non necessariamente dante causa della titolarità dei crediti, ma semplicemente uno che trasferisce, dunque cede, il rischio, come si verifica per l'appunto per le operazioni di cartolarizzazioni sintetiche.

È interessante sottolineare che il Regolamento UE contiene anche una definizione di promotore, molto originale in quanto distonica dalla prassi degli affari. Promotore è la banca di affari (*arranger*) che riceve, quale mandatario, l'incarico da parte del cedente di organizzare l'operazione di cartolarizzazione e più in particolare, ai sensi del punto 5 dell'art. 2, "un ente creditizio, ubicato nell'Unione o meno"[97], ovvero "un'impresa di investimento"[98], diversa dal cedente, che: a) istituisce e gestisce un programma di emissione di *commercial paper* garantiti da attività o altra cartolarizzazione nell'ambito della quale acquista esposizioni da terzi; o b) istituisce un programma di emissione di commercial paper garantiti da attività o altra cartolarizzazione nel cui ambito acquista esposizioni da terzi e delega la gestione attiva quotidiana del

---

C. Pisanti, *op. cit*. Ciò dovrebbe essere dovuto alla "delicatezza dei compiti attribuiti al servicer" (*ibidem*)

[95] *Liquidity line*.

[96] Ovvero, nella versione inglese del Regolamento UE, *cedent.*

[97] Dunque, l'ente creditizio dovrà rientrare nel perimetro di cui all'art. 4, par. 1, punto 1, del regolamento (UE) n. 575/2013, la CRR.

[98] Pertanto, l'impresa in parola rientrerà nel novero di cui all'art. 4, par. 1, punto 1, della direttiva 2014/65/UE.

portafoglio relativa a detta cartolarizzazione a un soggetto autorizzato a eseguire tale attività ai sensi della direttiva 2009/65/CE, della direttiva 2011/61/UE o della direttiva 2014/65/UE. È alquanto strano che il Regolamento UE, così rigido nel definire i parametri della cartolarizzazione "DOC" diventi così cedevole nella scelta della banca d'affari. Il fatto che l'ente creditizio possa essere tanto con passaporto UE quanto dotato di qualunque altro passaporto extra UE sembra una scelta, di per sé non stigmatizzabile, ma forse distonica rispetto al regime così rigoroso che altrimenti trasuda dalla lettura della disciplina complessiva ed al quale il reticolato regolamentare si ispira.

1.7. Finanza strutturata, global financial crisis*, e* securitisation regulation

La finanza strutturata (o *structured finance*) solitamente ricomprende le cartolarizzazioni (*securitisation*) e *covered bond* (obbligazioni garantite): queste sono le due forme principali di finanza strutturata.

Le operazioni di finanza strutturata (o *structured finance transactions*) e, più specificamente, le operazioni di *securitisation* e *covered bond* hanno in comune che gli attivi economici ovvero i rischi sono ricompresi in un ente societario (un veicolo societario, esente da rischio di insolvenza), connesso ad una emissione di titoli, tipicamente i *bond*. I profitti dell'emissione di tali *bond* sono usati per finanziare ovvero pagare il trasferimento degli attivi.

Dalla prospettiva del cedente, il *transferor*, degli attivi (l'*originator*), questo tipo di operazioni consente di sostituire attivi illiquidi con risorse finanziarie, dunque *cash*. Da ciò discende il nome di *"structured finance"*. Quanto agli investitori, si è già detto che questo tipo di operazioni consente loro di accedere, pur non in via diretta, ad *assets* che, altrimenti, non avrebbero potuto essere disponibili per gli investimenti. Per di più, con questa tipologia di operazioni, gli attivi possono essere investiti in obbligazioni (*bond*) che recano un rischio più basso di quanto non avrebbero gli attivi sottostanti.

Questa opera mira a fornire una discussione, di tipo legale e regolamentare, della prassi delle operazioni di finanza strutturata, in particolare chiarendo come siano strutturati sia le cartolarizzazioni sia i *covered bonds*, esaminando il *"rationale behind"* di tipo economico di tali operazioni e discutendo le questioni legali concernenti sia la *securitisation* che i *covered bond*.

In una classica cartolarizzazione, le obbligazioni (*bond*) sono emesse con differenti profili di rischio, le così dette *tranches.* Secondo l'insegnamento di alcuni economisti le *securitisation transactions* e, più precisamente, il *repackaging* (la riorganizzazione) dei crediti su mutui immobiliari in *bond*, questi ultimi dotati di diverse tranches, hanno causato, quanto meno in parte, la crisi finanziaria globale del 2008. I *"subprime mortgage receivables"* sono crediti che derivano da prestiti di natura immobiliare garantiti da un mutuo e con probabilità relativamente alta di *default*. A mezzo delle operazioni di cartolarizzazione, questi crediti furono riorganizzati quali *bond* (*"residential mortgage backed securities"*, or RMBS) che, valutati (o *rated*) in modo positivo, furono, a loro volta, *repackaged* pure come *bond*, sicché gli investitori in definitiva potessero contare sulla valutazione (ovvero *rating*) di tali bond, piuttosto che effettuare le proprie valutazioni dei rischi degli attivi sottostanti, dunque crediti su mutui ad elevato rischio. Quando i prezzi del mercato immobiliare americano crollarono, ed il rischio di default dei "*subprime loan*" si materializzò, i *RMBS* persero gran parte del loro valore, e ciò causò, conseguentemente, il collasso di diverse istituzioni finanziarie, fra cui Lehman Brothers, in quanto queste istituzioni avevano investito massicciamente in tali prodotti.

Negli anni successivi al collasso di Lehman Brothers, il mercato mondiale delle cartolarizzazioni si è di fatto quasi arrestato. In uno sforzo di stimolare il mercato dei capitali[99], un decennio dopo la crisi finanziaria globale, con l'obiettivo di rimuovere le deficienze delle operazioni di cartolarizzazione che hanno causato la medesima crisi, la legislazione europea ha emanato, il 12 dicembre 2017, la *Securitisation Regulation* o Regolamento Cartolarizzazione[100].

---

[99] L'istituzione di un mercato dei capitali europeo si avverte ancor di più dopo la recente "pandemia del 2020", non solo al fine di favorire la ripresa economica, ma anche per una transizione "verde" e "digitale". Cfr. Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, Bruxelles, 24 settembre 2020.

[100] In inglese: *Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2017 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC and 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012* (OJ L 347).

Il Regolamento Cartolarizzazione stabilisce un *framework*, un articolato normativo, di tipo generale, per le operazioni di cartolarizzazione, che prevede *due-diligence*, *risk-retention* e *"transparency requirements"* (requisiti di trasparenza) per le parti coinvolte nelle cartolarizzazioni. Detto articolato proibisce, in termini di principio, la vendita di prodotti cartolarizzati a clienti ordinari (*retail client*) come anche la *re-securitisation*, qunque il *repackaging* di *bond* emessi in una *securitisation* quali altri *bond*. Non solo, lo stesso articolato – e ciò costituisce uno dei noccioli della presente analisi - crea uno specifico *framework* per le cosidette *"simple, transparent and standardised securitisations"* (ovvero *"STS"*), le cartolarizzazioni *"semplici, trasparenti e standardizzate"*[101].

[101] Art. 1(1) del Regolamento Cartolarizzazione.

CAPITOLO II

Le caratteristiche delle cartolarizzazioni

Sommario: 2.1. Le nuove cartolarizzazioni certificate ed il marchio UE. – 2.2. Semplicità *versus* complessità. – 2.3. Standardizzazione *versus* frammentazione. – 2.4. Trasparenza *versus* opacità. – 2.5. Le cartolarizzazioni dei *commercial paper*. – 2.6. Nuove cartolarizzazioni e implicazioni di diritto "amministrativo". – 2.7. L'impianto sanzionatorio, amministrativo e penale. – 2.8. *Segue*: La pubblicazione delle sanzioni amministrative.

2.1. Le nuove cartolarizzazioni certificate ed il marchio UE

I concetti di semplicità (art. 20), di standardizzazione (art. 21) e di trasparenza (art. 22) sono discussi e analizzati nelle loro implicazioni giuridiche ed economiche. Tali concetti, alquanto nuovi e rigorosi, costituiscono i "pilastri" della nuova legislazione sulle cartolarizzazioni STS, che, non senza qualche rischio, dovrebbero forgiare un mercato "virtuoso" degli strumenti finanziari in parola.

A tal proposito, in aggiunta agli aspetti privatistici di diversa natura, l'analisi è finalizzata ad una valutazione anche delle implicazioni economiche che possono originare dal "marchio" UE delle *securitisation*. Fra i diversi aspetti da considerare ve n'è uno di carattere generale, per così dire preliminare che riveste particolare rilievo nello specifico oggetto di analisi: viene evidenziato nella letteratura internazionale che una eccessiva regolamentazione (*hyper-regulation*) è fattore efficiente nel breve periodo, che può avere conseguenze molto negative nel lungo periodo[1].

[1] H. VON REDEN, *Regulation of Securitised Products Post the Financial Crisis,* in *UCL Journal of Law and Jurisprudence*, 2013, pp. 112-140.

L'Autore sottolinea quanto segue:

"The limits and negative externalities of regulation should also be borne in mind. Prescriptive laws, as are common in European regulation, are generally past-looking. This is adequate to prevent a repetition of the same

Va però precisato che le *securitisation* non costituiscono l'unico modo per creare operazioni di finanza strutturata, pur mirando il complesso degli strumenti a creare una unione dei mercati dei capitali (*capital markets union*[2]), alla base dei progetti e delle proposte ufficiali a livello

---

crisis. Nevertheless, regulation rarely helps to anticipate the next crisis. It is a paradox that regulators are now regulating the securitisation market, which was the innovative side-effect of capital regulation in Basel I. This raises the question whether the currently enacted regulatory regime will lead to a future crisis. Another side-effect is that it unlikely achieves the deterrence of certain transactions. Instead, it might force business activities into unregulated markets. As the CRD, and thus most of the measures discussed, only apply to credit institutions, there is a real likelihood that transactions move to non-regulated entities and markets, such as shadow banks and hedge funds. Then, regulators will not even be in a position to monitor and intervene.

An alternative to imposing prescriptive rules could be for the regulator to support structural and market-led reforms. Rules need to be supervised, which raises the question of regulatory capacity in times of tight public budgets. This problem becomes especially apparent for the CRA Regulation. Here, a market-led solution might be more appropriate if it was able to restore the CRAs' reputational constraint, which has proven to work well in the bond market. The market should also be more engaged in standardisation setting of loan-level data. It would avoid useless information being disclosed, provide for flexibility, enhance the potential for effective benchmarking, and make standards more likely internationally convergent. Nonetheless, regulators or public institutions could give start-up aid in cases where initial set-up costs are too great".

[2] Sul ruolo che può giocare la *securitisation* in relazione alla *capital markets union*, cfr. P. Dorin, M. Vojtko, *Simple, Transparent and Standardised Synthetic Securitisation – the Next Step Ahead?, op. cit.,* pp. 299-306. Questi ultimi Autori si focalizzano particolarmente sulla Proposta di Regolamento, suggerendo che la disciplina delle cartolarizzazioni STS si applicasse anche a quelle sintetiche; più precisamente viene affermato:

"[..], l'assenza [nella Proposta di Regolamento] di una struttura normativa STS in relazione alle cartolarizzazioni sintetiche è inopportuna poiché omette una importante realtà economica, la quale vuole che nell'ambiente finanziario attuale la maggioranza delle banche ha maggior bisogno di soluzioni di *capital relief* (alleggerimento di capitale) che di fonti di finanziamento. In effetti, in anni recenti, il mercato della cartolarizzazione ha visto il riemergere di operazioni di cartolarizzazione sintetica strutturate al fine di fornire alleggerimento di capitale (*capital relief)* alle banche che agiscono come *originator*. Un tale fenomeno è largamente mosso dal fatto che, mentre gli *originator* hanno avuto accesso ad ampia liquidità, gli stessi sono stati sempre

istituzionale[3]. I *covered bond* rappresentano una forma di *securitisation*, in quanto portano alla creazione di debiti collaterali (*CDOs*). In termini di implicazioni regolamentari, la *securitisation* è uno strumento adottato espressamente da Basel II quale mezzo di *credit mitigation*, dunque di mitigazione del rischio di credito. Basel II e III, ora implementate dal Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni, incoraggiano le banche ad operare in modo attivo nelle cartolarizzazioni, per fini di liquidità. Tuttavia, mentre i *covered bonds* possono già rientrare di per sé nei requisiti regolamentati, nonostante la mancanza di *SPV*, l'emissione diretta di bond da parte di banche potrebbe non rientrare in tali requisiti, in quanto mancherebbero del requisito formale della *true sale*, come stabilito in Basel II e III.

Va messo in rilievo che il Regolamento Cartolarizzazioni contiene anche un insieme di norme di natura giusamministrativa, il cui obiettivo è, da un lato, di creare un vero e proprio albo europeo delle cartolarizzazioni "doc", dall'altro di dar vita ad un microsistema di natura sanzionatoria. In particolare, in relazione all'albo e agli stretti requisiti che la cartolarizzazione deve avere (in sintesi, i requisiti di semplicità e trasparenza) i *player* dell'operazione di cartolarizzazione sono gravati, più che nel passato, da doveri di comunicazioni tempestive, puntuali e genuine. Dalla loro mancata osservanza discendono conseguenze di natura sanzionatoria, di tipo amministrativo in primis, ma anche eventualmente penale. In relazione a ciò, in questa sede si vuole mettere in luce una potenziale criticità della disciplina unionale, dovuta al fatto

---

più coartati e limitati quanto all'assorbimento di capitale regolamentare." (traduzione dall'inglese di chi scrive) (*ibidem*, p. 301).

Vi è anche chi (G. Ugeux, *Building a European Capital Market Union: Need for Liquidity and Focus*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016, pp. 314-330) evidenzia una "dicotomia fra un sistema basato sulla banca [*bank-based*] ed uno basato sul mercato [*market-based*]", anche se "non vi è una chiara prova che uno di questi sistemi dovrebbe prevalere" (ibid) (traduzione dall'inglese di chi scrive). Resta fermo, comunque, che "un sistema che faccia leva pesantemente su una specifica tipologia di raccolta non è ottimale" (*ibidem*) (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[3] Il *Liikanen Report*, nel 2016, evidenziò che il settore bancario europeo è di gran lunga più grande di quello esistente negli USA e in Giappone. Nel contempo, il mercato dei capitali è molto più ridotto in Europa. Cfr. Action Plan on Building a Capital Markets Union (Action Plan) COM(2015) 468 final (30 September 2015), disponibile a: http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf [Accessed 18 March 2016].

che viene posto in essere un *"unlevelled playing field"* - piuttosto che l'agognato *"levelled playing field"* -, essendo molto ampia la discrezionalità lasciata a ciascun Paese. Alla luce delle diverse posizioni della dottrina internazionale sul carattere "penale" o meno dell'*enforcement* nel settore bancario e finanziario, richiamate precipuamente in questa parte del lavoro, si valuterà se la "giovane" disciplina delle cartolarizzazioni europee sia complessivamente coerente o se piuttosto lasci spazio a nuovi interventi di aggiustamento, inclusa, in particolare, la – attualmente mancante – responsabilità della pletora di *supervisor* che dovranno coordinarsi fra di loro.

L'aspetto più saliente della nuova disciplina è contenuto nel capo 4 del Regolamento UE e riguarda la cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata, con cui, come è stato accennato ad inizio della presente disamina, si è voluto introdurre una sorta di marchio "DOC" (o "doc") a livello UE con riguardo alle operazioni di finanza strutturata. Non è un caso che l'art. 18 prescriva che al cedente, al promotore e al veicolo è consentito l'uso della denominazione "cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata" solo nel caso in cui essa soddisfi appieno: i requisiti della sezione 1 o della sezione 2 del capo in cui è inserito l'articolo: sia notificata all'ESMA[4]; figuri in uno specifico elenco[5].

L'esigenza di introdurre un mercato delle cartolarizzazioni di alto livello non nasce improvvisamente, ma si riconnette ad un progetto delle stesse Autorità europee esistente fin dal 2014, finalizzato a rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni in Europa. La Banca d'Inghilterra e

---

[4] La comunicazione all'ESMA è prevista ai sensi dell'art. 27, par. 1, del medesimo Regolamento UE.

[5] Si tratta dell'elenco di cui all'art. 27, par. 5. L'elenco delle operazioni semplici, trasparenti e standardizzate tenuto dall'ESMA. L'Autorità parigina pubblicherà sul proprio sito, ai sensi di tale norma, "un elenco di tutte la cartolarizzazioni che il cedente e il promotore hanno notificato". La notifica all'ESMA viene fatta, ai sensi del par. 1 del medesimo art. 27 ed è a carico, congiuntamente, del cedente e del promotore. La notifica sarà a carico del solo promotore, se la cartolarizzazione è un programma di *commercial papers* garantiti da attività (cfr. art. 2, n. 7, Regolamento UE). L'ESMA, quale "depositaria" (*repository*), il 12 novembre 2018 ha già provveduto ad emanare le proprie istruzioni: *Final Report. Securitisation Regulation technical standards on securitisation repository application requirements, operational standards, and access conditions*, ESAM33-128-488; *ESMA's technical advice to the Commission on fees for securitisation repositories under the Securitisation Regulation*, ESMA33-128-505.

la Banca Centrale Europea, con la Commissione, sono stati i principali attori del progetto. Il "marchio" STS non è, dunque, casuale, ma recepisce l'avvertita esigenza di creare un mercato sostenibile delle cartolarizzazioni di alta qualità, che da un lato realizzano i benefici delle operazioni di cartolarizzazione, che sono evidenti (fra questi quello di liquidità), dall'altro riducono le asimmetrie informative e l'eccesso di rischio che può discendere dalle stesse[6]. In secondo luogo, è indubbio il vantaggio che consegue da una *"ad hoc regulation"* delle cartolarizzazioni, in quanto i relativi prodotti sono coerenti nel *nomen iuris* e anche nella sostanza con il "marchio" STS (il *label*, per dirla nella lingua di Robert Burns) che li caratterizza formalmente, consentendo la calibrazione del rischio da parte dell'investitore.

Si può, dunque, affermare, sebbene ciò sia più intuitivo che scientifico (in quanto non inferibile specificamente dalla normativa finale), che la cartolarizzazione sostenibile è quella di alta qualità, basata su strutture negoziali transnazionali, con attivi sottostanti trasparenti, prevedibilità del rischio e delle prestazioni degli investitori. In tale affermazione di principio riecheggiano le crisi finanziarie del 2007/2008, le quali scaturirono, fra le altre ragioni, dalla totale assenza di regole nella disciplina delle operazioni di finanzia strutturata, divenute così complesse da risultare non intellegibili anche agli stessi banchieri che collocavano tali prodotti. Si può dunque ritenere che la *regulation* interviene, con un sistema di regole, che promuovono una cartolarizzazione "sostenibile": la sostenibilità è intesa come espressione di una raccomandazione, non un dovere, per la comunità finanziaria di promuovere *securitisation* che veda il banchiere operare consapevolmente, nel migliore interesse dell'investitore, e non solo del suo.

Nei casi in esame, i veicoli potranno utilizzare la qualifica "STS" ovvero "semplice, trasparente e standardizzata", o altra qualifica la quale "rimandi direttamente o indirettamente a tali termini per la cartolarizzazione". La cartolarizzazione che non sia ABCP (*Asset backed commercial paper*)[7] sarà semplice, trasparente e standardizzata se, ai sensi dell'art. 19, sono soddisfatti i requisiti stabiliti dagli articoli 20, 21 e 22 del regolamento in esame, ognuno dei quali corrisponde ad un criterio

[6] Ciò è messo in luce, correttamente, da V. Bavoso, *Market-Based Finance, Debt and Systemic risk: a Critique of the EU Capital Markets Union*, *cit*., pp. 1-26, particolarmente 15.

[7] In sostanza, la ABCP è quella cartolarizzazione che risulta coperta da crediti con scadenza a breve termine. Il concetto di ABCP vinee meglio esplicitato oltre, in questo Capitolo.

o parametro. Al di là del dettaglio di tale criterio, le cui linee di demarcazione non sono chiare, si può far propria la sintetizzazione fatta dalla dottrina, più in particolare:

– "il criterio della semplicità richiede che le esposizioni sottostanti siano omogenee, limita l'uso dei derivati ai soli fini di coperture *[hedging purposes],* ed esclude la pratica della ricartolarizzazione *[re-securitisation]"*[8];
– "[il secondo criterio] richiede l'osservanza dei requisiti di trasparenza e comunicazione *[disclosure]* ai sensi della legislazione europea*"*[9];
– "[il] criterio della standardizzazione si riferisce al trasferimento di attivi dall'*originator* alla *SPV,* che dovrebbe essere una *true sale"*[10].

2.2. *Semplicità* versus *complessità*

Il parametro della semplicità è esplicitato all'art. 20 del Regolamento UE. Il veicolo "acquisisce il titolo relativo alle esposizioni sottostanti tramite vendita o cessione effettiva o trasferimento avente gli stessi effetti giuridici in una maniera opponibile al venditore o a qualsiasi terzo". È questo il requisito di "vendita reale e definitiva" (*true sale*) che, fino ad ora, è sempre stato dato per scontato in ogni operazione di cartolarizzazione. La vendita reale e definitiva è la certificazione, solitamente fornita dai legali che assistono il cedente: attesta la genuinità della vendita e che non ricorrono circostanze che possano costringere il cedente a riacquistare i titoli ceduti[11]. Se ciò non si verifica, ai sensi delle leggi esistenti in diverse giurisdizioni, incluse quelle degli

[8] (Traduzione dall'inglese di chi scrive) Così V. Bavoso, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers*, *cit.,* in corso di pubblicazione.

[9] V. Bavoso, *op. ult. cit.,* in corso di pubblicazione.

[10] V. Bavoso, *op. ult. cit.,* in corso di pubblicazione.

[11] Nella proposta di Regolamento UE, le regole sulla revocatoria ivi annunciate lasciano presagire (e forse era finanche auspicabile) che le disposizioni legislative sul tema debbano divenire più "ragionevoli" quanto alle cartolarizzazioni STS; aspetto che viene esaminato in viarie parti del presente lavoro.

USA[12], l'ammontare pagabile dal veicolo al cedente potrebbe essere riqualificato quale prestito garantito dagli attivi. In aggiunta a ciò, in talune giurisdizioni, è vietato[13] il trasferimento fiduciario che non sia il risultato di una vendita genuina, ma semplicemente effettuato a scopo di garanzia[14].

Nell'una e nell'altra ipotesi, la vendita vera e, dunque, la separatezza del veicolo dovrebbe prevenire l'organo giudiziario – che si dovesse eventualmente occupare del fallimento del veicolo – "dal perforare il velo societario e dal riqualificare gli attivi trasferiti al veicolo quale trasferimento fraudolento"[15]. La vendita vera consente al cedente di "di-

---

[12] H.S. Scott, *International Finance. Transaction, Policy, and Regulation*, New York, 2010, XVII ed., p. 634, il quale osserva che le corti USA e la stessa Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) "esamineranno di solito il trasferimento, la sua documentazione, la contabilità, la tempistica, ed il prezzo al fine di determinare se una vendita genuina è intervenuta" (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[13] Secondo M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit.*, p. 233, l'art. 3:84, par. 3 del codice civile olandese ha una simile previsione. Gli A. fanno riferimento alle specifiche circostanze al ricorrere delle quali, in relazione alla legge applicabile, una Corte può determinare se una operazione di cartolarizzazione si può qualificare quale prestito a titolo di garanzia.

[14] Nel diritto italiano, come noto, il credito può formare oggetto di pignoramento, come fosse un normale bene. A livello manualistico, si rimanda a A. Trabucchi, 49° ed., *op. cit.,* 2019, p. 896. Tuttavia, più in generale, la cessione del credito con scopo di garanzia costituisce tradizionale terreno fertile di disamina da parte degli studiosi. L'inammissibilità sembra prevalere, come ricordato dalla migliore dottrina (P. Perlingieri, *Cessione dei crediti*, *cit.,* p. 39) "ora sul presupposto della causa di essa, in qualsiasi forma realizzata, a giustificare il trasferimento del credito, ora attribuendole natura commissoria e come tale vietata dall'art. 2755" (*ibidem,* p. 40). Viene tuttavia aggiunto che, poiché "la determinazione causale dei negozi non può essere circoscritta a valutazioni generalizzanti", in astratto l'art. 1322, c.c., sarebbe idoneo "ad attribuire a qualsiasi interesse, meritevole di tutela per l'ordinamento, il ruolo di funzione idonea a giustificare l'atto di autonomia sia esso ad effetti obbligatori sia esso ad effetti traslativi" (*ibidem,* p. 40). In merito alla diversa ma non distante figura della cessione del contratto, si rimanda per tutti a R. Cicala, *Il negozio di cessione del contratto*, Napoli, 2016.

[15] H.S. Scott, *International Finance. Transaction, Policy, and Regulation, op. cit.*, p. 634.

sconoscere" gli attivi[16] oggetto di cessione, che non gli potranno essere in alcun modo reimputati.

Le stesse norme di natura revocatoria – che erano potenzialmente applicabili al trasferimento e che rappresentano la spada di Damocle che pende sulla testa del cedente, particolarmente nelle giurisdizioni di diritto civile – dovrebbero essere potenzialmente limitate nella loro applicazione. Il 22° 'considerando' del Regolamento UE sembra raccomandare che le regole di revocatoria[17] possano essere "più ragionevoli" con riguardo alle cartolarizzazioni "DOC" o "STS". Pertanto, sulla scorta della nuova previsione legislativa, ai creditori del cedente e ad ogni altro soggetto non dovrebbe essere consentita l'invalidazione dell'acquisto da parte del veicolo semplicemente perché gli atti sono compiuti prima della dichiarazione di insolvenza del cedente. La ragione di ciò è che tali disposizioni sono da ritenersi "rigide" (termine che, forse, è adattamento all'italiano della versione *"severe"* utilizzato nella versione inglese del Regolamento Cartolarizzazioni, associato alla *clawback provisions*, come le previsioni in tema di revocatoria sono definite): in altre parole interferiscono con il mercato delle cartolarizzazioni e nella certezza giuridica attesa dai mercati. Indirettamente, la legislazione unionale interviene su quelle legislazioni concorsuali, inclusa l'Italia, che storicamente si sono basate sulla invalidazione automatica di atti traslativi del soggetto, poi "fallito", sulla semplice presunzione, in alcuni casi *iuris et de iure*, che l'atto fosse stato compiuto nel periodo sospetto. La rigidità, dunque, è da intendersi nel senso di sottolineare che l'ideale si debba calare nel reale, e la realtà dei mercati regolamentati e l'interesse degli investitori alla certezza dell'investimento non tollerano che operazioni della complessità di quelle di cui alla cartolarizzazione siano invalidate *ex post*.

Il perimetro di tali atti è meglio precisato all'art. 20, par. 1 e 2, Regolamento UE. L'art. 20, par. 1, seconda parte, stabilisce che al trasferimento del titolo alla SSPE "non si applicano disposizioni rigide in tema di revocatoria (*clawback*) in caso di insolvenza del venditore." È da notare che il provvedimento unionale non ha un effetto abrogativo delle attuali disposizioni fallimentari dei diversi Stati Membri[18]. In modo sa-

[16] È il concetto di "*derecognition*". La terminologia è ascrivibile a S. Gleeson, *International Regulation of Banking*, Oxford, 2012, II ed., p. 286.

[17] Le *clawback rules*. Sul concetto di *banckruptcy remoteness* del veicolo, si veda K. Ayotte, S. Gaon, *Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of "Bankruptcy Remoteness"*, in *Review of Financial Studies*, 2011, p. 1299 ss.

[18] U. Villani, *Istituzioni di diritto dell'Unione Europea*, 6° ed., Bari, 2020, passim.

piente, si dice che regole della specie vanno semplicemente disapplicate. Dunque, in caso di insolvenza di un istituto di credito, l'autorità tecnica, come ad esempio l'Autorità di risoluzione, dovrà semplicemente limitarsi ad applicare le regole unionali, ignorando quelle domestiche dell'ordinamento giuridico del cedente.

L'uso del termine "rigido", in connessione con il concetto di disposizioni, non sembra essere dei più felici, se visto dal punto di vista dei puristi del diritto fallimentare. Rigido e flessibile sono terminologie inusuali dell'abbecedario della tradizione dei fallimentaristi italiani. È pur vero, però, che il Regolamento Cartolarizzazioni viene in soccorso. Il perimetro delle disposizioni rigide in tema di revocatoria viene definito al par. 2 dell'art. 20, Regolamento UE. Si tratta in particolare di due ipotesi fondamentali. In primo luogo, vi sono quelle "che consentono al liquidatore del venditore di invalidare le vendite delle esposizioni sottostanti esclusivamente sulla base del fatto che è stata conclusa entro un certo periodo precedente la dichiarazione di insolvenza del venditore." Sono quelle disposizioni, particolarmente care alle diverse scuole dei fallimentaristi continentali[19], che consentono la invalidazione di atti traslativi, sulla scorta di una considerazione presuntiva (*unrebuttable presumption*, o presunzione *iuris et de iure*) che il trasferimento sia avvenuto prima della successiva dichiarazione di insolvenza del cedente. In secondo luogo, la successiva lettera b) contempla quelle ipotesi in cui la cessione dei crediti è invalidabile, ma il cessionario può evitare le conseguenze della invalidazione, dimostrando che non conosceva lo stato di insolvenza (*rebuttable presumption*, o in Italia presunzione *iuris tantum*)[20].

---

[19] È il caso della Spagna. Cfr. per tutti J. Pulgar Ezquerra, *Preconsursalidad y reestructuración empresarial*, II ed., Madrid, 2016,

[20] Nella normativa italiana di cui al Regio Decreto n. 276 del 16 marzo 1942, si vedano le disposizioni di cui all'art. 67, le quali prevedono un periodo sospetto di un anno e sei mesi. Come noto, questo periodo sospetto è ridotto, rispettivamente, a sei mesi e tre mesi, per effetto dell'art. 4, comma 4, della Legge 130/1999. La riduzione a sei mesi riguarda "gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o con altri mezzi normali di pagamento" (art. 67, comma 1, n. 2, Legge Fallimentare del 1942) mentre la riduzione a tre mesi concerne "i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti, anche di terzi, contestualmente creati, se compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento" (art. 67, comma 2, Legge Fallimentare del 1942).

Sui principi generali della disciplina italiana dell'insolvenza, alla luce della legge del 1942, fra la più autorevole manualistica, si rimanda a S.

Viene sottolineato in dottrina[21] che, nel caso di revoca della cessione, "la titolarità dei crediti ceduti verrà riportata all'interno del patrimonio del fallito e il curatore fallimentare avrà diritto a farsi restituire dal cessionario la somma incassata dal debitore o – nel caso in cui questi non abbia ancora pagato – sarà legittimato alla riscossione nei suoi confronti"[22].

Più complessa[23] l'ipotesi in cui la revoca riguardi il contratto di cessione, sempre che questo sia opponibile al fallimento del cedente.

Si ritiene, in proposito, quanto meno alla luce del Regolamento Cartolarizzazioni, che la distinzione fra le due ipotesi (revoca del contratto di cessione del credito versus revoca dei crediti ceduti), non abbia ragion d'essere nel contesto delle cartolarizzazioni STS. Infatti, ove il cedente fallisca (salvo che non ricorrano le ipotesi fraudolente, le già citate norme non rigide), il contratto di cessione ovvero la pluralità di contratti di cessione non sarà colpita, e di riflesso i crediti che ne abbiano formato oggetto. È ovvio poi che, non essendovi un periodo sospetto, nei rapporti fra cedente e cessionario, per la cessione di cartolarizzazioni STS, la dichiarazione di insolvenza farà sì che le cessioni successive a tale dichiarazione di insolvenza non avranno nemmeno luogo, in quanto a quel punto gli organi del cedente o non effettueranno più stipule di nuovi contratti di cartolarizzazione, ovvero, se già stipulati prima della dichiarazione di insolvenza, non effettueranno più la cessione di portafogli di crediti.

Ancora, da questo punto di vista le disposizioni italiane non dovrebbero subire modifica alcuna, per effetto del Regolamento Cartolarizzazioni.

Va ovviamente ricordato che la "gloriosa" legge fallimentare italiana (Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942) è in procinto di essere sostituita dalla nuova disciplina del Codice della Crisi d'Impresa e dell'In-

---

Bonfatti, P.F. Censoni, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011, IV ed.; S. Bonfatti, P. F- Censoni, *Lineamenti di diritto fallimentare*, Milano, 2017, II ed.

[21] D. Galletti, G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, *cit.,* p. 179.

[22] *Ibidem,* p. 179. Viene affermato (D. Galletti, G. Guerrieri, *op. ult. cit.,* p. 180) che, in tal caso, si deve comprendere "quali regole si applichino al negozio di cessione in sé considerato, sia in quale modo la sorte del contratto venga influenzata dagli avvenimenti che riguardano il contratto-base, da cui derivano i crediti ceduti."

[23] Secondo la dottrina italiana, almeno (D. Galletti, G. Guerrieri, *op. ult. cit.,* p. 180).

solvenza[24], la quale governa la possibile revocatoria di atti, con anche, se del caso, una previsione di un periodo sospetto, rispettivamente, agli artt.166 (atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie), 167 (patrimoni destinati ad uno specifico affare) e 168 (pagamento di cambiale scaduta).

Non viene contemplata a livello europeo una possibile esenzione da invalidazione dei pagamenti effettuati dal debitore ceduto verso il cessionario. Tale ipotesi, prevista dall'art. 4, comma 3, della richiamata Legge 130, si traduce in una totale esenzione. In tal senso la legge italiana crea un *unicum* nel panorama europeo, quanto meno a voler confrontare la disciplina italiana con quella dei Paesi Membri di *common law*. La disposizione di esenzione stabilisce in particolare quanto segue:

"Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applicano l'articolo 65[25] e l'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 e successive modificazioni, *ovvero, dalla data di*

---

[24] Dunque, il Decreto Legislativo del 12 gennaio 2019, n. 14, di attuazione delle Legge 19 ottobre 2017, n. 155. Data la molteplicità di eventi, interni italiani ed esterni (COVID19), si omette di riferirsi alla data di entrata in vigore di tale testo legislativo.

Primi commenti sulla disciplina della crisi dell'impresa in generale si leggono, *ex plurimis*, in: G. Guerrieri, *Il nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza,* in *Le Nuove Leggi Civili Commentate,* 2019, pp. 809 ss.; L. Stanghellini, *Il codice della crisi di impresa: una primissima lettura (con qualche critica),* in *Corriere giuridico*, 2019, pp. 453 ss. Nella manualistica italiana, cfr. AA. VV., *Il nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza,* a cura di S. Sanzo, D. Burroni, Bologna, 2019; S. Della Rocca, R. Grieco, *Il Codice della Crisi e dell'insolvenza. Primo commento al d. lgs. n. 14/2019*, Milano, 2019; G. Fauceglia, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2019.

In merito alla disciplina fallimentare del 1942, a livello manualistico, si rinvia a A. Nigro, D. Vattermoli, *Diritto della crisi delle imprese, Le procedure concorsuali*, 4° ed., Bologna, 2017; S. Bonfatti, P.F. Censoni, *Lineamenti di diritto fallimentare*, *cit.*; A. Nigro, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, XXV, Torino, 2012.

[25] Come noto, l'aggiunta dell'art. 65, Legge Fallimentare, è successiva alla stesura di origine della Legge 130 ed è il frutto della novella del 2013, il D.L. 145/2013, in vigore dal 24 dicembre 2013. Questo ultimo provvedimento, fra i diversi aspetti, reca interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia". Più precisamente, con l'articolo 12 del Decreto n. 145, rubricato "Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa", sono state introdotte alcune modifiche alla legge 30 aprile 1999 n. 130 in materia di cartolarizzazione di crediti.

entrata in vigore del decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, l'articolo 164, comma 1, e l'articolo 166 del medesimo decreto legislativo" (enfasi aggiunta)[26]. Questa anomalia non dovrebbe essere derogata dal Regolamento Cartolarizzazioni. Ciò, ancora, è dovuto al fatto che nella disciplina fallimentare il nuovo regime, se così si può chiamare, interviene a mezzo di un meccanismo di disapplicazione, invece che di modifica, delle discipline nazionali.

La disposizione, *bank-friendly*, della esenzione da revocatoria dei pagamenti fatti dal debitore ceduto al cessionario, di cui alla Legge 130, crea per certi versi un vantaggio competitivo per le cartolarizzazioni STS "italiane": tuttavia, fintanto che la Commissione non individui al-

---

La disposizione di esenzione soggettiva assoluta di cui alla Legge 130 non è "atipica", nel quadro normativo italiano, atteso che l'art. 6 della Legge 52/91 sul factoring ne prevede una simile. Tuttavia, nella *sede materiae* della Legge 130, l'impedimento dell'azione revocatoria fallimentare nei confronti del cedente, anche nel caso in cui sussista in capo a questi il requisito della *scientia decotionis*, ossia la conoscenza dello stato di insolvenza del debitore. La norma dunque vuole evitare che con la revocatoria fallimentare vengano colpiti i pagamenti dei debitori ceduti – costituenti un patrimonio indipendente dal cessionario – e vincolati al soddisfacimento dei sottoscrittori dei titoli.

Si osserva in chiave critica che l'aver mutuato, nella disciplina della Legge 130, le disposizioni di cui alla Legge sul factoring, può rispondere ad una non totale conoscenza da parte del legislatore della diversità dei due fenomeni. Nel *factoring*, solitamente si trasferisce un unico, rilevante credito, per cui la certezza del pagamento del debitore ceduto assume carattere fondamentale anche per la stabilità dell'intermediario finanziario. Per contro, nella cartolarizzazione dei crediti, vi è una cessione di un portafoglio ampio, dunque è davvero improbabile che l'inadempimento di un debito ceduto si ripercuota sulla tenuta finanziaria dell'operazione nel suo complesso, la quale ha una struttura non solo più complessa, ma anche più "garantita" di quella di una semplice operazione di *factoring*. Il semplice richiamo dei meccanismi di *credit enhancement* è sufficiente a far capire che la revoca dei pagamenti di uno dei (diversi) debitori ceduti nella cartolarizzazione non si riverbera sulla certezza delle pretese degli investitori. Ancora, ai fini della revocatoria fallimentare, è soprattutto la certezza della operazione di cessione del portafoglio dal cedente al cessionario che meriterebbe maggiore attenzione da parte del legislatore (mercé meccanismi di esenzione, come fa appunto il Regolamento Cartolarizzazioni), piuttosto che le *claw-back exemptions*.

[26] L'inciso è stato introdotto per effetto della Legge n. 58 del 28 giugno 2019, analizzata anche al Capitolo 5, anche in relazione alle altre disposizioni che, negli ultimi anni, hanno novellato la Legge 130.

cuna violazione delle disposizioni unionali, ciò non dovrebbe mettere a rischio l'impianto della legge speciale in tema di cartolarizzazioni bancarie italiane[27].

In un'area quale quella delle regole di revocatoria dove gli ordinamenti e, prima ancora, le tradizioni giuridiche nazionali giocano un ruolo primario, il Regolamento Cartolarizzazioni mantiene una certa neutralità di formule e genericità di intenti. L'obiettivo sembra essere quello di non alterare la credibilità della cartolarizzazione STS, onde rafforzare il requisito della semplicità dell'operazione e, dunque, di dare sicurezza all'investitore circa il fatto che l'investimento non venga pregiudicato da invalidazioni degli acquisti da parte del veicolo, in sede di fallimento del cedente bancario[28]. La deroga alle regole della revocatoria tradizionale si ricollega alla *true sale*, dunque all'esigenza che, una volta trasferito il rischio dei titoli al veicolo, il cedente non li riveda materializzarsi nel proprio bilancio. Non solo, ma una invalidazione potrebbe pregiudicare l'interesse del creditore, il *noteholder*, ad ottenere il rimborso del proprio investimento.

La nuova categoria delle disposizioni "non rigide e flessibili"[29], le quali non dovrebbero applicarsi alla cessione dei crediti al veicolo nell'ambito di una operazione STS, si pone in un rapporto men che simmetrico con la attuale disciplina italiana della Legge 130. Questa, infatti, semplicemente riduce i termini della normale azione revocato-

---

[27] La migliore dottrina italiana (S. Bonfatti, P.F. Censoni, *Lineamenti di diritto fallimentare*, *cit*., pp. 128-129), con riferimento al quadro normativo della Legge Fallimentare del 1942, fa rientrare queste norme nelle "fattispecie di "esenzione" dall'azione revocatoria previste per l'istituto di emissione, per le operazioni di "credito speciale" e per le operazioni disciplinate da leggi speciali". Gli Autori sottolineano che la disposizione "è simile a quella dettata dall'art. 6 l. n. 52/1991 per le operazioni di *factoring*: ma non prevede, contrariamente a quest'ultima, la proponibilità della revocatoria *nei confronti del cedente* (con eventuale rivalsa di questi verso il cessionario per l'ipotesi di cessione *pro soluto*)".

[28] Più verosimile parlare di una procedura liquidatoria, incluso uno strumento di risoluzione.

[29] La categoria in parola, di recente introduzione, sembra essere non troppo vaga, anche se in essa sembrano riecheggiare Il termine non tecnico, che nel diritto privato italiano rimane vago alquanto, fa venire in mente gli scritti di chi (L. Mengoni, *L'Europa dei codici o un codice per l'Europa,* in *Rivista critica di diritto privato*, 1992, pp. 515-528), con lungimiranza, poneva il tema di un codice europeo, anche se la risposta che veniva data non era positiva.

ria. La nuova disciplina unionale, per contro, crea un subsistema di revocatoria, il quale sembra "sorgere" dalla prassi della cartolarizzazione, adattando la legge e le sue disposizioni, in modo automatico.

Tutti gli atti di cessione effettuati nell'ambito di una operazione di cartolarizzazione, che sia STS, prima della dichiarazione di fallimento, non sono invalidati, in quanto il Regolamento UE vuole salvaguardare la vendita in via definitiva dei crediti cartolarizzati e, dunque, l'aspettativa dei sottoscrittori dei titoli. Dunque, alla luce del principio della disapplicazione, la stessa Legge 130, la quale nei rapporti fra cedente e cessionario era stata applaudita come una forma avanzata di *favor* verso il sistema bancario (avendo dimezzato il periodo sospetto), continuerà ad applicarsi, ma con una possibile disapplicazione, nel caso di dichiarazione di insolvenza del cedente, proprio in ipotesi di cartolarizzazione STS, e ciò indipendentemente dal decorso del periodo sospetto in cui non si applicherà del tutto[30].

Il vero perimetro delle disposizioni nazionali in tema di revocatoria che, per quanto riguarda il Regolamento UE, non incidono sulla nuova disciplina, è quello definito al par. 3, art. 20. Sono quelle disposizioni non rigide, le quali consentono al liquidatore (o a un giudice) di invalidare la vendita ovvero le vendite "delle esposizioni sottostanti in caso di trasferimenti fraudolenti, ingiusto pregiudizio nei confronti dei creditori o trasferimenti tesi a favorire indebitamente particolari creditori rispetto ad altri." Si può affermare, dunque, a voler calare il linguaggio del legislatore europeo in quello più tecnico delle categorie italiane, che le disposizioni in tema di revocatoria non derogabili, nel caso di ces-

[30] Si crea, potenzialmente, uno scenario di due livelli.

In una prima ipotesi, una banca o in generale un cedente, in Italia, effettua un trasferimento di crediti nell'ambito di una operazione di cartolarizzazione STS, disciplinata anche dalla Legge 130, in quanto il trasferimento si verifica da parte di un cedente italiano, in Italia. In tal caso, ove si verifichi l'insolvenza del cedente, salvo l'ipotesi di vendita fraudolenta, il trasferimento dei crediti non potrà essere invalidato.

In una seconda circostanza, una banca o cedente, sempre in Italia, ai sensi della Legge 130, pone in essere un trasferimento di crediti ma l'operazione non è STS. L'insolvenza del cedente, in tal caso, verrà disciplinata dalla Legge 130, ma non dal Regolamento Cartolarizzazioni: i termini del periodo sospetto sono ridotti, ma non eliminati, come sarebbe stato nel caso di fallimento del cedente. Dunque, si applica una sorta di regime intermedio, fra quello *SPV-friendly* della nuova legge unionale, per STS, e quello più rigoroso, di una cessione dei crediti che non solo non abbia il marchio STS ma che sia anche al di fuori della Legge 130.

sione al veicolo di crediti nell'ambito di una cartolarizzazione "STS", sono quelle che mirano a proteggere più in generale l'integrità contro rischi di manipolazione nei confronti del mercato o contro categorie di *stakeholder*, quali la truffa nei confronti del mercato più in generale ovvero nei confronti dei creditori.

Va anche detto che il riferirsi a disposizioni rigide (come da precisa definizione del legislatore), derogabili, e disposizioni non rigide (definizione che è inferibile *a contrario*), non derogabili, non appare essere una scelta del tutto felice del legislatore europeo, che sembra aver coniato un linguaggio di tipo colloquiale, piuttosto che tecnico, in cui la disposizione rigida è quella "pedante", utile solo a rallentare il mercato e, forse, frutto di una tradizione giuridica (*par condicio creditorum*) che, agli occhi del legislatore unionale, va scomparendo, sulla spinta degli affari. Per contro, disposizioni flessibili (lessema che, salvo errori, non viene usato nel Regolamento UE ma che comunque è inferibile attraverso un ragionamento a contrario, di tipo esegetico) sarebbero quelle che sono coerenti con il nuovo regime.

In realtà, nel linguaggio tecnico giuridico le disposizioni "rigide" dovrebbero essere quelle che tutelano interessi di ordine pubblico e che, dunque, sono inderogabili, come nel caso di quelle connesse alla frode o alla truffa della cessione; derogabili dovrebbero essere le disposizioni che tutelano interessi, beni giuridici, che meritano una protezione meno assoluta rispetto al rischio di potenziale rallentamento della prassi degli affari. Disposizioni che, potendo essere derogate, risultano "cedevoli" e, pertanto, "flessibili.

Dunque, a sintetizzare, le disposizioni rigide, in quanto troppo "pedanti" nell'economia di un'operazione complessa, in cui l'interesse del mercato si affianca e prevale su quello di tutela dei creditori del cedente, sono disapplicate nella disciplina di una cartolarizzazione "STS" mentre quelle flessibili, dunque tollerabili nel contesto di un'operazione finanziaria complessa, rimangono, in quanto volte a tutelare il creditore del cedente nei casi limitati in cui l'operazione sia davvero fraudolenta, volta esclusivamente a privare i creditori del cedente delle loro garanzie patrimoniali.

È ben noto che, allo stato attuale, se si verifica una ri-caratterizzazione, i risultati per le parti coinvolte possono essere disastrosi[31], e la stessa cartolarizzazione sarà ben lungi dall'essere un successo anche di

[31] P.R. Wood, *Law and Practice of International Finance*, London, 2008, p. 468 ss.

natura commerciale[32]. Il trattamento fuori bilancio, da parte del cedente, dei crediti ceduti verrà annullato. In definitiva, la ri-caratterizzazione è uno strumento interpretativo lasciato alla discrezione del potere giudiziario della giurisdizione del cedente, o del veicolo, in dipendenza della legge sulla proprietà applicabile. Attualmente, in assenza di norme legislative, le conseguenze indesiderate di una ri-caratterizzazione sono contrattualmente evitate se le parti coinvolte nel processo di cartolarizzazione possono contare su di un parere legale (*legal opinion*)[33]. Concettualmente, quest'ultimo, specie se rilasciato alla data di sottoscrizione dell'operazione (*closing legal opinion*), contiene l'esame dell'operazione e della pertinente documentazione contrattuale, effettuato da un legale qualificato nella giurisdizione o nelle giurisdizioni ove l'operazione si svolge o dove si prevede che la stessa produca le sue conseguenze; è focalizzato su una "serie molto specifica di circostanze (e documenti)"[34]. Viene affermato che il parere legale tende ad essere basato "su assunti e *caveat* redatti in modo preciso, molti dei quali hanno natura più propriamente tecnica"[35]. In breve, si tratta di una mera valutazione di tipo legale, la cui redazione e, soprattutto, presentazione è "quasi inderogabilmente condizione sospensiva per la concessione dei finanziamenti o per la emissione dei titoli"[36]. Il parere sarà rilasciato da un legale nominato dalla banca o consorzio di banche che agiscono come organizzatori (*arrangers* o promotori); con il parere legale questi assicurano che sono escluse dall'operazione le specifiche questioni ad essa sottese, principalmente la "ri-caratterizzazione", meglio riqualificazione, quale operazione diversa dalla vendita.

---

[32] H.S. Scott, *International Finance. Transaction, Policy, and Regulation, op. cit.*, p. 630. Si fa notare che "i creditori di un venditore-originatore fallito potrebbero avere un diritto nei confronti degli attivi che si suppone siano fuori bilancio dell'originatore e che [invece] dovrebbero garantire i fondi nella *SPV*" (traduzione dall'inglese di chi scrive) (ibid).

[33] Di per sé la *legal opinion* non costituisce *res judicata* circa il fatto che la cartolarizzazione non possa essere riqualificata *"untrue sale"*: un tale compito spetta solo al giudice, eventualmente chiamato in causa. Certo è che un tale rischio risulterà minimizzato quanto maggiore è l'accuratezza e competenza di chi sottoscrive la *legal opinion*.

[34] R. McCormick, *Legal Risk in the Financial Markets*, Oxford, 2010, II ed., p. 419 (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[35] *Ibidem* (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[36] Mercé traduzione nostra, questo è il pensiero di P.R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions. The Law and Practice of International Finance Series,* III, London, 2007, p. 413.

Fino ad ora il parere legale creava un affidamento esclusivamente presso le persone o gli enti cui era diretto, usualmente la banca organizzatrice dell'operazione. Questa riceveva assicurazioni che i titoli cartolarizzati e l'entità che li emetteva, cioè il veicolo, fossero immuni da una dichiarazione di insolvenza. Nonostante ciò, i beneficiari veri, gli investitori, non potevano contare sulla dichiarazione stessa per il fatto che i legali includevano solitamente un *caveat* (*desclaimer*) precisando che il parere legale "è dato soltanto alle persone alle quali lo stesso è indirizzato e nessun'altra persona può farvi affidamento. Lo stesso non può essere divulgato a parti terze senza preventivo consenso scritto"[37].

Alla luce di ciò, nelle giurisdizioni di *common law* sarebbe molto improbabile per un investitore agire contro un legale sulla base di un parere legale erroneo[38]. Nella giurisdizione anglo-gallese, di diritto comune, il precedente *Hedley Byrne & Co. Ltd v Heller & Partners Ltd*[39] rimane tuttora l'ostacolo insormontabile, sebbene futuri sviluppi della regolamentazione europea – nell'area dei mercati dei capitali e della finanza strutturata – potrebbero veder affermata l'esplicita responsabilità contrattuale dei consulenti legali coinvolti nelle operazioni di finanza strutturata. Questo regime di responsabilità, già adombrato in altre materie (quali ad esempio la regolamentazione delle agenzie di valutazione del credito), potrebbe divenire una possibile frontiera della legislazione europea e potrebbe materializzarsi in una responsabilità oggettiva dei legali che rilascino un parere legale, *vis-a-vis* gli investitori. Allo stato attuale ciò è meramente utopistico[40].

---

[37] Seppur nella nostra traduzione, questo è il tenore suggerito da un A. (P.R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions. The Law and Practice of International Finance Series, cit*., p. 423). Nella *common law* questa responsabilità limitata al beneficiario è confermata dal caso *Allied Finance & Investments Ltd v Haddow& Co*,1983, NZLR 22 CA.

[38] P.R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions. The Law and Practice of International Finance Series*, *cit.*, p. 424.

[39] *Byrne & Co. Ltd v Heller & Partners Ltd*,1964, AC 465. In tema v. P. de Gioia Carabellese, *Securitisation and Structured Finance: from Shadow Banking to Legal Harmonization*, *cit*., p. 117 ss.

[40] Peraltro, ciò premesso, è utile indagare *de iure* se ora, quale effetto del nuovo Regolamento UE rimuovere, ove l'opinione di "vendita genuina" è espressamente richiesta dalla legge, l'investitore goda di un'arma più persuasiva e, dunque, possa agire nei confronti dei legali direttamente, in caso di dichiarazioni incorrette. Ciò sembra adombrato da chi scrive (P. de Gioia Carabellese, *Securitisation and Structured Finance: from Shadow Banking to Legal Harmonization*, *cit.*, p. 133) in sede di commento alla proposta;

In ambito italiano, la dottrina[41] evidenzia correttamente che, nel caso di *due diligence by the vendor* (dunque disposto dal venditore), questi potrà adire direttamente il consulente, sulla base di una responsabilità contrattuale (*ex* art. 1218, c.c.). Per contro, nel caso di *due diligence by the buyer*, in quanto disposto dall'acquirente, l'acquirente potrebbe agire nei confronti del consulente *ex* art. 2043, c.c.[42]

Più in generale, la riqualificazione è consentita se può essere presunto che l'*originator* medesimo continua a mantenere l'effettivo controllo sulla esposizione di rischio di credito trasferito. Ciò si verifica se il cedente è in condizioni di riacquistare dal cessionario le esposizioni precedentemente trasferite al fine di realizzare i relativi benefici, ovvero se il cedente è obbligato a detenere il rischio delle esposizioni trasferite[43]. La prima ipotesi si potrebbe ad esempio verificare ove il cedente e la banca d'affari avessero, deprecabilmente, firmato, sulla base di una *side letter*, un impegno al riacquisto dei crediti, come nel caso di quelli, *defaulted*, che superassero una certa percentuale fisiologica.

Al contrario, la nomina dell'*originator* quale prestatore del servizio di gestione non è di per sé presunzione di controllo sulle esposizioni trasferite[44]. È chiaro che l'*originator* non deve avere alcuna responsabilità rimanente per gli attivi che sono trasferiti al veicolo.

Questo comporta che, in primo luogo, esso non può avere alcuna obbligazione al riacquisto dei crediti in caso di perdite, né può garantire capitale e interessi sui crediti a favore degli investitori nei titoli emessi dal veicolo.

In secondo luogo, il veicolo deve poter esercitare in via esclusiva il controllo sugli attivi negli aspetti evolutivi, in particolare ogni tipologia di azione che un normale titolare sarebbe autorizzato a svolgere; il che vuol dire, in pratica, che il veicolo dovrebbe avere pieno potere domenicale, incluso l'esercizio a vendere, pignorare o gestire gli attivi di sua proprietà.

Infine, gli attivi devono essere isolati dall'"originatore" in caso di insolvenza di questi, in quanto ciò assicura che il veicolo sia "immu-

---

tuttavia, a leggere il testo del Regolamento UE, una tale previsione non si è materializzata affatto.

[41] G. Alpa, A. Saccomani, *Procedure negoziali*, due diligence *e memorandum informativi*, in *Contratti*, 2007, *cit.*, p. 271.

[42] G. Alpa, A. Saccomani, *op. ult. cit.*, *ibidem*.

[43] S. Gleeson, *International Regulation of Banking*, *op. cit.*, p. 286.

[44] *Ivi*, p. 287.

nizzato" contro l'insolvenza[45], anche in via indiretta (*bankruptcy remo-*

[45] Cfr. anche S. Franken, *Creditor- and Debtor-Oriented Bankruptcy Regimes Revised*, in *European Business Organisation Law Review*, 2004, pp. 645-676. L'Autore osserva:

"This paper has shown that the comparative efficiency of the creditor- and debtor-oriented bankruptcy regimes cannot be viewed separately from the governance structures of firms. Relating creditor- and debtor-oriented bankruptcy regimes to the governance structures of firms leads to a revision of the trade-offs that are often used to characterize the comparative efficiency of both regimes. Instead of providing for offsetting efficiencies in general, creditor- and debtor-oriented regimes essentially offer optimal bankruptcy regimes for different types of firms. This is not to say that the complementarities that exist between corporate bankruptcy regimes and governance structures constitute first-best solutions. To be sure, bankruptcy regimes that complement the corporate governance structures of firms also come with their downsides and can best be characterized as second-best solutions in an imperfect world. However, it may be difficult to draft a bankruptcy framework that performs better than these second-best solutions.

At least two implications follow from the analysis provided in this paper. First, the reformulation of the trade-offs made by creditor-oriented regimes in relation to SMEs suggests that there is no evident need to change these regimes with a view to enhancing the possibilities for business reorganization. Hypothetically, however, a high level of protection of creditors' rights in general, in combination with a debtor-oriented bankruptcy procedure that is responsive to the governance structure of SMEs, may have a positive impact on the comparative efficiency of a debtor-oriented regime. This hypothesis raises additional questions for comparative corporate bankruptcy law. For instance, in the case of small firm bankruptcies, does Chapter 11 allow concentrated secured bank lenders to continue to fulfil an important informational role and thereby influence bankruptcy decision making? Will the recent amendments to English insolvency law turn out to have a limited effect on the role of the concentrated bank lender in the resolution of financial distress, now that the concentrated lender may still influence bankruptcy decision making by using its rights to appoint an administrator? Does the introduction of bankruptcy procedures aiming at business rescue in jurisdictions that until recently had creditor-oriented regimes have an impact on the role of concentrated relational bank lenders in the turnaround of insolvent businesses?

Second, the comparative advantage of a debtor-oriented regime with respect to the large publicly held firm that functions in a market-based system lies mainly in the continued functioning of *ex post* market correctives. The open-ended character of Chapter 11, in combination with a continued functioning of the market for corporate control, seems to provide for a mechanism to reallocate the residual right of control *ex post* if a firm's capital

te). Solitamente, al fine di realizzare questo obiettivo, accordi di natura contrattuale e il rafforzamento di credito e di liquidità (*credit and liquidity enhancement*) da parte di terzi soggetti, saranno richiesti[46].

Si osserva anche che, come regola generale del diritto di proprietà, i diritti di garanzia costituiscono un accessorio e, dunque, seguono il credito che assicurano. Quindi, le garanzie dei crediti si trasferiscono, con i crediti medesimi, dall'"originatore" al veicolo[47]; nelle cartolarizzazioni, i diritti di garanzia in questione sono ipoteche di natura bancaria, gravanti su proprietà immobiliari. Tuttavia, ai sensi del contratto applicabile, insieme ai mutui viene garantito ogni altro credito della banca *vis-à-vis* il debitore, tra cui, ad esempio, lo scoperto di conto corrente concesso per il pagamento delle rate. Più recentemente, taluni si chiedono se il mutuo concesso per l'acquisto della casa si trasferisca anche al veicolo, ove oggetto di cartolarizzazione[48]. A seconda della legge applicabile, la risposta sarà che il mutuo viene diviso pro-rata, la qual cosa significa che la percentuale del mutuo che riguarda il prestito è trasferito al veicolo, mentre l'"originatore" trattiene il rimanente[49]. Per contro, nelle giurisdizioni di *common law* il veicolo sarà il beneficiario dell'intero mutuo.

---

structure does not provide for an *ex ante* mechanism to effect such a change of control. However, this also limits the comparative efficiency of a debtor-oriented regime to market-based corporate governance systems. This raises the question whether debtor-oriented bankruptcy regimes have any advantages in blockholder-based systems, such as can be found on the European continent. The analysis in this paper only touches briefly on publicly held firms with concentrated debt structures by suggesting that concentrated debt structures have an affinity with creditor-oriented regimes. In particular, it does not consider the relationship between blockholder-based corporate governance structures and bankruptcy regimes at length. Nor does the analysis consider the relationship between bankruptcy regimes and a blockholder-dominated firm with a dispersed debt structure. However, these and other ownership structures raise additional questions on the proper relationship between corporate bankruptcy law and corporate governance, which will be addressed in subsequent work".

[46] H.S. Scott, *International Finance. Transaction, Policy, and Regulation, op. cit.*, p. 634.

[47] Per un'analisi di tipo comparato, si veda W. Johnston, *Security over Receivables: An International Handbook*, Oxford, 2008.

[48] M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit.*, p. 234.

[49] Questa è la soluzione adottata dal diritto inglese, come sottolineato da M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *ibidem.*

Da ultimo, i crediti trasferiti possono incorporare diritti di garanzia (*security interests,* nella *common law* inglese) quali ipoteca e pegni. Poiché nella cartolarizzazione i crediti sono trasferiti al veicolo, i diritti di garanzia devono essere trasferiti al beneficiario della garanzia. Ciò potrebbe essere realizzato attraverso modalità differenti, a seconda delle giurisdizioni[50]; vi possono essere tuttavia casi in cui il trasferimento è automatico.

Risulta non del tutto chiaro, sempre nell'ambito del concetto del parametro della semplificazione, il requisito di cui all'art. 20, par. 5. È noto che nelle operazioni di cartolarizzazione vi sono due momenti, quello del *closing*, in cui vi è la firma del contratto, *rectius* dei diversi contratti, e quello del *settlement*, del regolamento, dunque, il momento in cui le diverse operazioni sottese ai contratti stipulati, vengono regolate. Orbene, sulla base di ciò è previsto che, ove le operazioni sottostanti siano trasferite tramite cessione (dunque attraverso una operazione reale di cartolarizzazione, e non sintetica) ed il perfezionamento (*ergo* il *settlement*) si verifichi in un momento successivo, quest'ultimo dovrebbe dipendere da una serie di eventi, fra cui il grave deterioramento delle classi di merito del credito del venditore, l'insolvenza del venditore cedente, la violazione di obblighi contrattuali da parte del venditore.

In sostanza, la previsione normativa si traduce in un invito - indiretto - agli operatori a privilegiare, affinché le operazioni di cartolarizzazione abbiano il marchio "STS", quelle in cui il *closing* e il *settlement* coincidano da un punto di vista temporale. Ciò dovrebbe facilitare la trasparenza della stessa operazione di cartolarizzazione, essendovi meno incertezza fra le due diverse fasi. Ove non si verifichi tale circostanza, si può conseguire nuovamente il *favor* del legislatore verso tali operazioni, nella misura in cui detti presupposti, appena descritti, siano soddisfatti.

Ai sensi dell'art. 20, par. 6, il cedente dovrà fornire "dichiarazioni e garanzie per attestare che, a sua conoscenza, le esposizioni sottostanti alla cartolarizzazione non sono vincolate né si trovano in altra situazione prevedibilmente in grado di compromettere l'opponibilità della vendita o cessione effettiva o del trasferimento avente gli stessi effetti giuridici". La norma dovrebbe superare quelle situazioni di "banditismo legale" in cui, *de facto*, operavano le banche d'affari prima della crisi finanziaria del 2007/2008. La superficialità che caratterizzava, a

[50] I Paesi Bassi rappresentano significativamente una di esse; cfr. M. Heantjens, P. de Gioia Carabellese, *op. cit.*, p. 234; P. de Gioia Carabellese, *op. cit.*, p. 136.

volte, la conclusione delle operazioni di cartolarizzazione era testimoniata dall'assenza, in diversi casi, di dichiarazioni da parte del cedente, tali da garantire la mancanza di vincoli sul portafoglio compravenduto. L'obbligo ora introdotto in via legislativa, ancora utile a conferire all'operazione di cartolarizzazione il marchio "doc", dovrebbe richiamare l'attenzione del soggetto vigilato circa l'importanza della verifica in oggetto. D'altro canto, la natura di vigilato del cedente dovrebbe essere tale che, ove la dichiarazione in parola fosse omessa ovvero rilasciata con superficialità, il cedente possa essere assoggettato a sanzioni di tale portata le quali, aggiunte allo "stigma" che solitamente si accompagna alle stesse, dovrebbero dissuadere, ragionevolmente, gli operatori dall'agire in tal senso. È da notare che per questo, come per ogni altro obbligo, si può prevedere una responsabilità concorrente della banca d'affari che organizza l'operazione. Seppur sia vero che è il soggetto vigilato a rispondere in via diretta nei confronti dell'autorità di vigilanza, è anche innegabile che, nell'ambito dei rapporti contrattuali interni fra mandante (intermediario cedente) e banca d'affari (il così detto *agent* nella cartolarizzazione), sia quest'ultima a dover subire, in regresso, le iniziative legali del cedente, sebbene per forma equivalente, quale risarcimento del danno.

Le esposizioni sottostanti trasferite o cedute dal venditore alla SSPE devono soddisfare criteri di ammissibilità prestabiliti, chiari e documentati che non consentono la gestione attiva del portafoglio di tali esposizioni su base discrezionale. Ai fini del successivo paragrafo 7, non si considera gestione attiva del portafoglio la sostituzione delle esposizioni che violano le dichiarazioni e garanzie. Le esposizioni trasferite alla SSPE dopo la conclusione dell'operazione devono soddisfare i criteri di ammissibilità applicati alle esposizioni sottostanti iniziali.

Il par. 8 dell'articolo 20 prevede poi che ogni operazione di cartolarizzazione debba essere garantita "da un portafoglio di esposizioni sottostanti omogenee per tipologia di attività, tenuto conto delle specifiche caratteristiche in termini di flussi di cassa della tipologia di attività, fra cui le caratteristiche relative al contratto, al rischio di credito e ai rimborsi anticipati". La previsione di cui si tratta mira a rendere l'analisi delle operazioni di cartolarizzazione meno ardua e complessa. La disomogeneità di dette operazioni aveva rappresentato un vero problema ai fini della loro regolamentazione, soprattutto in assenza di una perspicua disciplina che per ciò stesso favoriva l'insorgere di imprevedibili rischi, peraltro da neutralizzare nello scenario di crisi particolarmente macroscopiche, quali quelle del 2007/2008. Rafforza tale considerazione il fatto che il medesimo paragrafo prescrive che il

portafoglio di esposizioni sottostanti deve essere correlato con una sola tipologia di attività cedute. Ancora, le esposizioni sottostanti, *vis-à-vis* gli investitori, devono comportare obbligazioni vincolanti per contratto e opponibili con pieno diritto di rivalsa nei confronti dei debitori e, se del caso, dei garanti. La omogeneità delle attività cedute (e.g. crediti ipotecari residenziali, con esclusione di quelli non-residenziali) dovrebbe consentire una migliore analisi del portafoglio da parte dei *player* dell'operazione di cartolarizzazione, fra cui, *in primis* si ritiene, le *credit rating agency*.

Le esposizioni sottostanti devono anche presentare flussi di pagamento periodici prestabiliti, le cui rate possono differire in termini di importo, per il pagamento di locazioni, capitale o interessi o per qualsiasi altro diritto di ottenere un reddito dalle attività a supporto di tali pagamenti. Le esposizioni sottostanti possono generare proventi dalla vendita di attività finanziate o date in locazione. Sempre il par. 8, di cui all'art. 20, stabilisce che le esposizioni cedute nell'ambito di una operazione che voglia rientrare nel concetto di semplicità non devono comprendere "valori mobiliari ai sensi dell'art. 4, par. 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE". È ovvio che i valori mobiliari, con la loro forte propensione alla variabilità del valore e al rischio che ne è sotteso, si conciliano ben poco con quell'elemento di semplicità cui mira la norma in esame. L'unica eccezione in tal senso è costituita dalle "obbligazioni societarie non quotate in una sede di negoziazione", che, pur definibili *latu sensu* valori mobiliari, non possono rientrare nella definizione in esame di cartolarizzazione semplice, al fine di beneficiarne dal punto di vista regolamentare.

Il par. 8 in discorso verrà significativamente implementato dalla *European banking authority (EBA*), che, ai sensi del successivo par. 14, è tenuta ad elaborare, in stretta cooperazione con la *European Securities and Markets Authority (ESMA)* e con la *European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA*), "progetti di norme tecniche di regolamentazione" il cui scopo è di precisare ulteriormente quali esposizioni sottostanti, *ergo* quelle di cui al par. 8, devono ritenersi omogenee. Secondo le previsioni legislative del Regolamento UE, tali progetti di norme tecniche avrebbero dovuto essere presentati alla Commissione entro il 18 luglio 2018[51].

[51] Ciò è avvenuto nel corso dell'estate del 2018. Nelle more della entrata in vigore, il 1° gennaio 2019, del Regolamento Cartolarizzazioni, il testo definitivo è stato anche emanato. V. EBA, *Final Report on Guidelines on the STS criteria for ABCP Securitisation*, EBA/GL/2018/08, 12 dicembre 2018.

Ai sensi del par. 9, per ricevere la certificazione "DOC", le esposizioni sottostanti non dovranno comprendere "alcuna posizione verso la cartolarizzazione". Una esposizione verso la cartolarizzazione, che fosse eventualmente ceduta nell'ambito della stessa cartolarizzazione, genererebbe una situazione di tipo contabile fuorviante nei confronti del mercato degli investitori, e ancor prima delle *credit rating agency*.

È il par. 10 dell'art. 20 del Regolamento UE a contenere una previsione estremamente innovativa. Esso, al fine di evitare che le cartolarizzazioni siano uno strumento per danneggiare ignari investitori, statuisce che il cedente e, di riflesso, il promotore hanno un obbligo di assicurare che le esposizioni sottostanti, oggetto di cartolarizzazione, siano create "nel corso ordinario dell'attività del cedente o prestatore originario" e, ancora più importante, "nel rispetto di parametri di sottoscrizione non meno rigorosi di quelli che il cedente o prestatore originario aveva applicato ad analoghe esposizioni non cartolarizzate al momento della loro creazione". Ne consegue che i soggetti coinvolti nella cartolarizzazione devono effettuare una sorta di comparazione fra portafoglio cartolarizzato (e non) e far sì che il primo non sia, per dirla in modo non del tutto tecnico, meno buono del secondo, per la sua qualità; di ciò, dunque di tale comparazione, ai sensi dello stesso paragrafo, vengono informati i potenziali investitori. Se poi le esposizioni sottostanti le cartolarizzazioni sono rappresentate da immobili residenziali, "il portafoglio di prestiti non comprende prestiti commercializzati e sottoscritti con la premessa che al richiedente il prestito o, se del caso, agli intermediari era stato fatto presente che le informazioni fornite avrebbero potuto non essere verificate dal prestatore". In modo ancora più incisivo, il par. 10 dell'art. 20 prescrive che la "valutazione del merito di credito del mutuatario deve rispondere ai requisiti fissati dall'articolo 8 della direttiva 2008/48/CE", in tema di credito al consumo, o dalla direttiva 2014/17/UE, in tema di mutui residenziali[52] o, se del caso, ai requisiti equivalenti di Paesi terzi. Il cedente o prestatore originario deve, inoltre, avere esperienza nella creazione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate.

Nel complesso, la *ratio* della norma è quella di mantenere un equilibrio e bilanciamento fra portafoglio che viene detenuto dalla banca e quello che viene cartolarizzato, in termini qualitativi, per far sì che la cartolarizzazione virtuosa non costituisca occasione per la alienazione,

[52] In particolare, l'art. 18, paragrafi da 1 a 4, par. 5, lett. a), e par. 6, della direttiva sui mutui residenziali.

a scapito del mercato, dei portafogli di scarso valore. Un tale contesto fu senz'altro un implicito *driver*, una spinta motivazionale dei banchieri che ricorsero alle cartolarizzazioni, prima della crisi finanziaria del 2007/2008. Il nuovo precetto, associando un tale criterio di selezione alle cartolarizzazioni "STS", dovrebbe far sì che in prospettiva il mercato futuro sia orientato al contenimento del rischio.

Ai sensi del par. 11 dell'articolo in commento viene chiarito che, una volta fatta la selezione dei portafogli, le esposizioni sottostanti sono trasferite senza indebito ritardo alla SSPE e non comprendono, al momento della selezione, esposizioni in stato di insolvenza (*default*) ai sensi dell'art. 178, par. 1, regolamento 575/2013, né esposizioni verso un debitore o un garante di affidabilità creditizia deteriorata che, a conoscenza del cedente o prestatore originario, versino in una delle tre condizioni precisate[53]. Fra queste, in primo luogo (lett. a) la dichiarazione di insolvenza[54] ovvero il riconoscimento da parte del giudice, "in maniera definitiva e inappellabile ai suoi creditori", del diritto di esecutorietà ovvero di risarcimento dei danni per mancato pagamento nei tre anni precedenti la data di creazione o per ristrutturazione delle esposizioni deteriorate nei tre anni precedenti la data di trasferimento. In secondo luogo, il credito dovrà essere stralciato dal portafoglio ove il debitore non goda di un adeguato *credit scoring*. Più precisamente, il testo legislativo prevede che l'ineleggibilità scaturisce dal fatto che il debitore ceduto sia iscritto "in un registro pubblico del credito di persone con referenze creditizie negative". Ove manchi tale registro, il riferimento sarà ad altro registro "del credito disponibile al cedente o al prestatore originario". La lett. c), par. 11, art. 20, prescrive una esclusione automatica dal portafoglio dei crediti ceduti di quel debitore che abbia "una valutazione del merito di credito o un punteggio di affidabilità creditizia che indica l'esistenza di un rischio di inadempimento dei pagamenti pattuiti contrattualmente sensibilmente più elevato di quello relativo a esposizioni comparabili non cartolarizzate detenute dal cedente." Più in generale, le disposizioni di cui al par. 11 vanno nel senso di preservare la qualità del portafoglio ceduto e, indirettamente, la semplicità dello stesso. La presenza di crediti deteriorati, quanto alla qualità dei debitori

[53] Le specifiche condizioni sono previste dalle lettere a), b), e c).

[54] Nello *statute* britannico, questa sarebbe la dichiarazione di insolvenza di cui all'*Insolvency Act 1986*. Più complesso è stabilire il provvedimento corrispondente ai sensi del diritto italiano, essendovi stata nel frattempo l'emanazione di una nuova legge concorsuale che, alla data del presente lavoro, non è entrata ancora in vigore.

ceduti (*credit scoring*, insolvenza, ed altri parametri quali le referenze negative) potrebbe pregiudicare tale requisito di semplicità. Va anche detto che i presenti parametri potrebbero risultare finanche troppo rigidi e, nella loro portata pratica, controproducenti. Il richiedere che un debitore non sia iscritto nel registro pubblico di referenze negative ovvero non abbia una valutazione negativa di *credit scoring* potrebbe accentuare, in una fase di crisi acuta quale quella che, di fatto, si vive dal 2008 in via continuativa, forma di *credit crunch*, dunque fenomeni in cui le banche pretendono dai propri debitori potenziali, anche in vista di una cartolarizzazione successiva del portafoglio dei crediti, requisiti oltremodo stringenti. Tale irrigidimento potrebbe anche favorire fenomeni negativi, quali il ricorso da parte del debitore a forme di credito estranee al canale ufficiale dell'intermediazione legale.

Il *credit scoring*, fenomeno di derivazione anglo-americana[55], se da un lato può rendere oggettivo il criterio di valutazione del debitore, dall'altro non è ancora supportato da normative che ne rendano l'uso obiettivo ed efficace. C'è il rischio che il debitore subisca un pregiudizio da tale previsione, con la chiusura al credito in via indiretta, per effetto di norme che, appunto, impediscono la cessione del credito, all'insorgere di detti eventi.

Il par. 12 dell'art. 20 interviene e, teoricamente, dovrebbe risolvere una ulteriore questione che, prima della crisi di cui s'è detto, aveva creato non pochi problemi ed elusioni. Si fa riferimento alla tendenza, elusiva, di alcuni operatori, di cedere il portafoglio dei crediti, non appena i crediti siano sorti, per cui il cedente – soprattutto banca –, anziché essere "originatore" del credito, ne diventi mero distributore. La previsione legislativa in discussione ne consente il superamento per il fatto di prescrivere che *condicio sine qua non* per la cessione è che

[55] Cfr. A. Troisi, *Le agenzie di rating nel mercato finanziario e la regolamentazione europea*, in *Manuale del diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, 2014, pp. 287-298. L'Autore evidenzia il valore "regolatorio" attribuito ai giudizi delle agenzie di *rating*. Trattasi del valore che "vari atti di regolazione di fonte pubblica – a cominciare dalle regole poste dal Comitato di Basilea (delle banche centrali) – hanno indirettamente attribuito ai ratings: condizionando l'erogazione del credito al "possesso" di un elevato *rating* da parte del debitore [ceduto]; oppure riconoscendo facilitazioni regolamentari (ad esempio: esonero da clausole o procedure prudenziali) per gli operatori in possesso di un rating elevato", con conseguente sopravalutazione della portata dei rating attribuiti dalla agenzie e conseguente deresponsabilizzazione degli intermediari che collocano i medesimi

"al momento del trasferimento delle esposizioni" il debitore deve aver effettuato almeno un pagamento. L'unica eccezione consentita è relativa alla cartolarizzazione rotativa e garantita da esposizioni pagabili in un'unica rata o con scadenza inferiore a un anno; in questo caso saranno compresi nella eccezione, senza alcuna limitazione, anche "i pagamenti mensili previsti per i crediti rotativi".

La previsione, che teoricamente rende rigoroso il meccanismo della cartolarizzazione STS, non può nemmeno definirsi particolarmente stringente. In realtà, il prevedere, quale condizione per la cessione, il pagamento di almeno una rata del credito ceduto può anche conciliarsi con un trasferimento di un credito di natura bancaria o in genere finanziaria riveniente da un contratto in cui la prima rata, con scadenza semestrale, sia avvenuta già un mese dopo la data di erogazione. Senza entrare nel merito, molto dogmatico ed anche politico, se una banca possa cedere i propri crediti a terzi[56], resta discutibile che la semplicità possa realizzarsi, *inter alia*, con questo requisito molto blando del pagamento di una sola rata. Si può ritenere, infatti, che il legislatore poteva prevedere un periodo più congruo (ad esempio tre anni) fra la data di stipula del contratto e quello a partire dal quale si poteva procedere alla cessione a veicoli, nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione. Al di sotto di tale intervallo di tempo, l'intermediario bancario o finanziario che ceda il credito a terzi, inclusi veicoli, effettua operazioni che vanno ad inficiare la stessa natura della sua operatività ed anche la credibilità dell'autorizzazione ricevuta.

Il Regolamento UE si occupa anche di una prassi, patologica più che fisiologica, seguita storicamente nelle operazioni di cartolarizzazione, e introduce dei correttivi nell'intento di superarne le criticità. Si fa riferimento al rimborso che, nella strutturazione di tali operazioni, può essere fatto dipendere in buona parte dalle garanzie, piuttosto che dalla qualità degli attivi, con tutti i rischi che ne potrebbero conseguire: il promotore, con la connivenza del cedente, si disinteressa della selezione del portafoglio dei crediti in funzione delle possibilità di loro recupero alla sca-

[56] Da un punto di vista astratto la tesi classica ed autorevole ma isolata (F. Merusi, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito, op. cit.,* pp. 253 ss.) che una banca non dovrebbe cedere il proprio portafoglio, sembrerebbe difficilmente confutabile, alla luce della natura riservata dell'attività, tale per cui il portafoglio dei crediti di tale oggetto, al di fuori della ipotesi di "crisi" della banca, non può formare oggetto di cessione. Tuttavia, a voler calare l'ideale nel reale, va riconosciuto, *last and least* anche chi scrive, che le esigenze del mercato, la necessità di liquidità, vanno a travolgere ogni argomento giuridico di senso contrario, anche il più logico.

denza, in quanto fa affidamento esclusivamente sulle garanzie. In tale caso la cartolarizzazione non sarebbe genuina, *ergo* non riguarderebbe una vendita di crediti, in quanto la causa dell'operazione si identificherebbe con la garanzia, per definizione accessoria, piuttosto che con la vendita, teoricamente l'essenza della cessione e, dunque, della cartolarizzazione. Al fine di rendere genuina l'operazione di cartolarizzazione, il legislatore UE introduce il criterio della preponderanza[57] prevedendo anche che "il rimborso al detentore delle posizioni verso la cartolarizzazione le cui esposizioni sottostanti sono garantite da attività il cui valore è coperto o pienamente mitigato da un obbligo di riacquisto da parte del venditore delle attività poste a garanzia delle esposizioni sottostanti o di altri terzi non è ritenuto dipendente dalla vendita delle attività poste a garanzia di tali esposizioni sottostanti". La norma risponderebbe, più in generale, in un contesto di ordinamento italiano, ad un principio di buona fede, nei rapporti fra banca e cliente. Come la banca non può escutere la garanzia, a meno che non ci sia il rispetto di un principio di buona fede, *mutatis mutandis* la banca non può cedere un portafoglio di crediti ove il valore delle garanzie e l'affidabilità del garante siano la ragione preponderante per la cessione del credito. Al di là della tutela del garante, appunto sulla scorta del principio di buona fede, la previsione discende da una esigenza di evitare che, nell'attività di erogazione del credito, vi sia uno scollamento fra garante stesso e debitore.

Il par. 14, con una norma di chiusura, demanda alla Commissione il potere di integrare il regolamento in esame mediante l'adozione delle norme tecniche di regolamentazione, in conformità con gli articoli da 10 a 14 del Regolamento (UE) n. 1093/2010.

In generale, è da condividere l'opinione della dottrina la quale individua una debolezza nel requisito unionale della semplicità nel fatto che la Commissione non è riuscita a fornire chiarimenti in merito ai problemi transnazionali connessi al *tranching*[58]. Infatti, la pratica del *tranching* ha fatto scaturire l'*origination* e il *repackaging* di attivi di scarsa qualità, i quali comunque hanno ricevuto valutazioni (*rating*) di alto livello a causa di meccanismi di *credit enhancement*, e di formule molto complesse. Sebbene il *tranching* sia stato in passato cagione di

[57] "Il rimborso del detentore delle posizioni verso la cartolarizzazione non è strutturato in modo da dipendere in maniera preponderante dalla vendita delle attività poste a garanzia delle esposizioni sottostanti. Ciò non impedisce che tali attività siano successivamente rinnovate o rifinanziate".

[58] V. Bavoso, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers*, *cit.,* in corso di pubblicazione.

opacità del mercato delle cartolarizzazioni [59], la tematica, da un punto di vista concettuale, non viene definita né affrontata specificamente nel contesto del nuovo Regolamento Cartolarizzazioni[60]. La prospettiva di un guadagno da parte dell'investitore, accompagnata da barlumi di "garanzie", tra cui appunto quella che il *tranching* immunizza dal rischio, porta a fenomeni di "conformismo", definiti anche *herding behaviour* dalla dottrina[61]. Infatti, il *tranching* ha attratto investitori con minore capacità di capire e gestire i fattori di rischio più complesso.

2.3. Standardizzazione versus *frammentazione*

Un ulteriore elemento di interesse richiesto dal nuovo Regolamento UE è contenuto nell'art. 21 e concerne il "Requisito di standardizzazione". Il primo parametro che qualifica la standardizzazione è l'obbligo di mantenimento del rischio. Il par. 1 dell'art. 21 prescrive che cedenti, promotori e prestatori originari, alternativamente fra di loro, devono adempiere "l'obbligo di mantenimento del rischio conformemente all'articolo 6". La previsione di cui all'art. 6, come noto, stabilisce che "il cedente, il promotore o il prestatore originario della cartolarizzazio-

---

[59] Già subito dopo la crisi finanziaria del 2007/2008, la dottrina (J. Coval, J. Jurek, E. Stafford, *The Economics of Structured Finance*, in *Journal of Economic Perspective*, 2009, p. 3) sottolineava che certamente il processo di subordinazione, conseguito attraverso il *tranching* consente la creazioni di titoli obbligazionari tripla-A. Viene tuttavia osservato che le *senior note*, sebbene siano isolate dalle perdite, le quali vengono coperte con le *junior tranche* o con quelle *equity*, sono comunque potenzialmente a rischio per effetto di eventi straordinari, eventi estremi. Non solo, ma i rischi che discendono dall'esposizione a rischi sistemici o materiali, non possono essere eliminati attraverso la diversificazione (ibid).

Il modo in cui i rischi sono strutturati in tranche ha portato il mercato a credere che, semplicemente "affettando" e "giocando a dadi" (*slicing and dicing*), possono essere creati prodotti di investimento sicuri, immunizzati da attivi sottostanti rischiosi (A. Turner, *The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Financia Crisis*, FSA, 2009).

[60] Il riferimento critico, condivisibile, è di V. Bavoso, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers*, *cit.,* in corso di pubblicazione.

[61] Da ultimo, V. Bavoso, *High Quality Securitisation and EU Capital Markets Union – Is It Possible?*, in *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 2016(3), pp. 1-29, particolarmente p. 17.

ne mantiene su base continuativa un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione non inferiore al 5%". Questa cointeressenza, parametrata all'emissione e determinata dal valore nozionale per gli elementi fuori bilancio, è strumentale ad un obiettivo: far sì che quanto meno uno dei soggetti strategici nell'operazione mantenga interesse alla cartolarizzazione, quale garanzia per l'investitore che in tal modo il rischio dell'operazione sia minimizzato, altrimenti ne risulterebbe pregiudicato lo stesso cedente (o promotore). Non è totalmente chiaro quale sia il collegamento logico fra obbligo di mantenimento del rischio e standardizzazione, atteso che il primo sembra essere piuttosto esplicitazione di un principio autonomo, che assolve ad una esigenza di migliore ponderazione del rischio.

In relazione poi ai rischi di tasso di interesse e di cambio connessi con la cartolarizzazione si prevede, ai sensi dell'art. 21 par. 2, che: essi debbano essere "adeguatamente attenuati"; debba essere fornita apposita "comunicazione di eventuali misure adottate a tal fine", comunicazione che, nel silenzio, si sottintende debba essere data a mezzo del prospetto. La stessa previsione legislativa vieta al veicolo di stipulare contratti derivati, a meno che non abbiano finalità di "copertura del rischio di tasso di interesse o del rischio di cambio"; in quest'ultimo caso, i derivati, per effetto del Regolamento UE, devono essere "sottoscritti e documentati secondo le regole comuni della finanza internazionale"[62].

Una delle tematiche più complesse che erano discese dalle operazioni di cartolarizzazione "rifiorite" in assenza di una regolamentazione rigorosa, prima dello scoppio della crisi finanziaria del 2007/2008, era stata l'assenza di una adeguata informativa in merito ai tassi di interesse, solitamente definiti in modo opaco con riferimento a tassi ed indici di scarsa trasparenza. Ad evitare ciò, l'art. 21, par. 3, stabilisce che la corresponsione dell'interesse legato a un tasso di riferimento nel quadro delle attività o passività della cartolarizzazione "si basa sui tassi di interesse del mercato di uso generale o sui tassi settoriali di uso generale che riflettono il costo di finanziamento e non rimanda a formule o derivati complessi". Il precetto conferma che la *sedes materiae* dell'art. 21, la cui rubrica è "Requisiti di standardizzazione"; dovrebbe essere in realtà "Requisiti di trasparenza", apparendo chiara che la *ratio* di molte

[62] Fa da corredo a ciò la previsione di cui all'art. 21, par. 3, la quale prescrive che i pagamenti di interessi devono avvenire sulla base di quelli di mercato di uso generale o di tassi settoriali di uso generale che riflettono il costo di finanziamento, senza demandare "a formule o derivati complessi".

delle disposizioni, almeno di quelle lumeggiate fino ad ora, è quella di rendere edotto l'investitore dei rischi insiti nell'investimento in titoli cartolarizzati. L'esigenza della standardizzazione sembra assurgere piuttosto ad obiettivo strategico, non tattico.

L'ulteriore parametro che qualifica la standardizzazione, di cui all'art. 21, par. 4, si riconnette alle azioni di natura esecutiva ed è finalizzato ad implementare norme generali per far sì che, nel caso di avvio di azioni esecutive nei confronti del veicolo – dato il generale principio di separatezza patrimoniale – il contante a disposizione del veicolo medesimo non sia inferiore a quanto necessario per il funzionamento operativo del veicolo stesso. Ovviamente, gli introiti in capitale derivanti dalle esposizioni sottostanti sono trasferiti agli investitori mediante rimborso sequenziale delle posizioni verso la cartolarizzazione in funzione del rango (*seniority*) di ciascuna (art. 21, par. 4, lett. b)). In tal modo, il *matching* esistente fra liquidità detenuta dal veicolo e *seniority* dei crediti dovrebbe evitare ogni qualsivoglia squilibrio di tipo finanziario.

In forza del successivo par. 5 dell'art. 21, per "le operazioni caratterizzate da una priorità di pagamento non sequenziale sono previsti valori di attivazione basati sulla performance delle esposizioni sottostanti che comportano il ripristino della priorità di pagamento secondo pagamenti sequenziali in funzione del rango. Tali valori di attivazione basati sulla performance comprendono almeno il deterioramento della qualità creditizia delle esposizioni sottostanti al di sotto di una data soglia". La priorità di pagamento non sequenziale potrebbe, di fatto, comportare uno squilibrio della liquidità del veicolo. Si prevede pertanto che il pagamento debba avvenire sulla base di *performance* sottostanti, al fine di assicurare rapidamente il riequilibrio della liquidità del veicolo.

La standardizzazione incide fortemente sul potere negoziale delle parti in merito a talune clausole contrattuali, che di solito sono inserite nelle cartolarizzazioni. È ben noto che gli investitori dei titoli cartolarizzati devono attendere la loro scadenza e non possono contare su alcuna "accelerazione"[63]. In assenza di previsioni legislative, ciò costituiva in passato un rischio per l'investitore che faceva per così dire una scommessa di lungo periodo sugli attivi sottostanti. La questione sembra ora superata in quanto, se la cartolarizzazione è "DOC", la stessa deve essere corredata di "adeguate clausole di rimborso anticipato o – in caso di cartolarizzazione rotativa – di eventi attivatori della conclusione del

[63] Ad usare il linguaggio della prassi internazionale dei contratti finanziari.

periodo rotativo"; in tal modo viene offerta all'investitore la possibilità di attivare un rimborso anticipato, ove ne ricorrano i presupposti[64].

La standardizzazione rende più puntuale il contenuto della documentazione che correda la cartolarizzazione, come è confermato anche dal par. 7 dell'art. 21 nella parte in cui prescrive che la documentazione riguardante l'operazione dovrà indicare chiaramente: (i) i fondamentali obblighi e le responsabilità *ex contractu* del gestore e dei prestatori di altri servizi accessori[65]; (ii) le procedure atte a garantire che l'inadempienza o l'insolvenza del gestore non determini la cessazione della gestione e, con disposizione contrattuale, la possibilità di sostituzione del gestore in tali casi[66]. Il successivo par. 8 richiede anche che il gestore abbia "esperienza di gestione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate" e "predisposto politiche, procedure e controlli in materia di gestione del rischio ben documentati e adeguati, riguardanti la gestione delle esposizioni".

La previsione di cui al successivo par. 9 dell'art. 21, stabilisce, in tema di standardizzazione, che nella documentazione riguardante l'operazione siano evidenziati "in termini chiari e coerenti, le definizioni, i mezzi di ricorso e le azioni in materia di morosità e inadempienza dei debitori, ristrutturazione del debito, remissione del debito, tolleranza, sospensioni dei pagamenti, perdite, importi stornati, recuperi e altre misure a tutela della performance delle attività". Per verità, tali indicazioni erano già osservate nella prassi applicativa delle operazioni di cartolarizzazione; peraltro, è da ritenersi che, in relazione al loro recepimento normativo, i consulenti, *in primis* legali, dovranno curare – per ottenere la certificazione "DOC" – una più attenta osservanza delle prescrizioni di cui al citato par. 9, affinché nessuna obiezione sia sollevata dall'autorità di vigilanza, in sede di rilascio della certificazione.

La cosiddetta standardizzazione include anche una previsione di governo societario. Infatti, il par. 10 prescrive che la documentazione contrattuale della cartolarizzazione deve comprendere "disposizioni chiare che favoriscano la pronta risoluzione dei contenziosi tra le diverse classi di investitori". Tali disposizioni potrebbero prevedere, in linea peraltro con la consolidata prassi applicativa, che terzi arbitri vengano nominati ove la controversia sia non facilmente risolvibile e che questo arbitro possa essere la stessa banca d'affari che organizza l'operazio-

[64] Tali specifici eventi sono quelli i cui alle lettere a), b), c) e d) dell'art. 21, par. 6 del Regolamento UE.

[65] Lett. a).

[66] Lett. b).

ne di cartolarizzazione. Sebbene si riconosca che un diverso soggetto, terzo ad entrambi, debba essere quello più idoneo a definire la controversia, si riconosce anche che un tale sistema risulterebbe in definitiva troppo oneroso per l'intera operazione di cartolarizzazione, atteso che i relativi costi sarebbero semplicemente trasferiti sull'intermediario.

Lo stesso par. 10 statuisce che la documentazione contrattuale definisca "chiaramente i diritti di voto e li attribuisca ai detentori dei titoli ed indichi con precisione le responsabilità del fiduciario e degli altri soggetti cui incombono obblighi fiduciari nei confronti degli investitori". Poiché non è sempre previsto che le classi di investitori in titoli cartolarizzati abbiano un diritto di voto, si potrebbe ritenere che la norma sia dotata di un contenuto precettivo indiretto e cioè che la standardizzazione richieda che per ogni categoria di investitori (*senior, mezzanine, junior*) vi debba necessariamente essere una specifica assemblea volta a nominare un loro rappresentante.

2.4. Trasparenza versus *opacità*

Si deve ora portare l'attenzione sull'obbligo di trasparenza, che è il terzo requisito della cartolarizzazione "DOC" del Regolamento UE, di cui al suo art. 22.

Si è detto già che è difficile definire una linea di demarcazione fra il concetto di standardizzazione e quello di trasparenza. Nello sciorinare i parametri della standardizzazione si è precisato che molti caratteri dello stesso possono rientrare in quello della trasparenza. La scelta del legislatore unionale non è stata facile, in quanto da un punto di vista di prassi degli affari la concettualizzazione dei diversi parametri non risponde alla logica, molto più rigida, della *"regulation"*.

In primo luogo, ai sensi del par. 1 del detto art. 22, vi è un obbligo da parte del cedente, ed in solido anche da parte del promotore, di mettere a disposizione dei potenziali investitori "i dati storici sulla performance statica e dinamica in termini di inadempienza e di perdite, ad esempio dati su morosità, relativi a esposizioni sostanzialmente analoghe a quelle oggetto della cartolarizzazione, nonché le fonti di tali dati e gli elementi in base ai quali le esposizioni sono considerate analoghe". L'offerta e in particolare la fissazione del prezzo di cessione dei crediti non potranno avvenire in assenza di una tale dettagliata informativa, che deve essere riferita ad "un periodo di almeno cinque anni". La norma è chiaramente finalizzata ad evitare di fatto che si ripetano le pratiche passate, appalesatesi tristemente nel corso della crisi finanziaria del 2007/2008 e che

hanno comportato, in particolare, il trasferimento di crediti di natura residenziale di bassa qualità e non onorati, con conseguenti ricadute negative sulle possibilità di rimborso dei corrispondenti titoli cartolarizzati. La norma non vieta de iure una cessione di crediti della specie, tuttavia di fatto la dissuade per effetto dell'obbligo di comunicazione dei dati di inadempienza[67]. È anche ovvio che il titolo cartolarizzato il cui sottostante è un credito non onorato potrà avere, ciò nondimeno, vantaggi di tipo economico per l'investitore. *In primis*, l'investitore ha la possibilità di lucrare un più elevato tasso di interesse, essendo l'operazione più rischiosa per definizione. Al di là di ciò, quello che preme al legislatore comunitario è l'osservanza del principio *"caveat emptor"*: il compratore deve essere informato del rischio e l'unico modo è la corretta *disclosure*. In assenza di *disclosure*, non è possibile beneficiare della qualifica di cartolarizzazione "STS".

Non solo: la trasparenza si traduce nell'ulteriore obbligo, imposto ai sensi del par. 2 dell'articolo in esame, di sottoporre un campione delle esposizioni sottostanti "a una verifica esterna condotta da un soggetto adeguato e indipendente, il quale verifichi anche l'esattezza dei dati divulgati sulle esposizioni sottostanti". Non è chiaramente indicato il soggetto (cedente o promotore) che è tenuto ad adempiere a tale obbligo; stante la sua natura essenzialmente tecnica, l'obbligo dovrebbe gravare sul promotore, nell'ambito del mandato che ha ricevuto dal cliente cedente, che ha prospettato l'operazione di cartolarizzazione. Tuttavia, il par. 5 dell'articolo in commento chiaramente chiama a rispondere entrambi gli attori, sia il cedente che il promotore, in ipotesi di un'eventuale inosservanza. Anzi, ad essere ancora più tuzioristici, si potrebbe ritenere che il soggetto indipendente cui si riferisce il legislatore unionale deve essere, in quanto indipendente, estraneo al perimetro di attori della cartolarizzazione. Pertanto, dovrebbe essere diverso tanto rispetto al cedente quanto in relazione al promotore. Questi, infatti, nel suo ruolo di "*sponsor*" e/o *arranger* nell'operazione, potrebbe avere un interesse indiretto ad una valutazione "edulcorata" del campione, stante

[67] Il par. 5 di questo articolo del Regolamento UE si riconnette al par. 1 in commento. Si prevede infatti che, prima della fissazione del prezzo, le informazioni siano messe a disposizione dei potenziali investitori, su richiesta di questi ultimi. Prima della fissazione del prezzo, le informazioni previste all'art. 7, par. 1, co. 1, lettere da b) a d), sono messe a disposizione almeno sotto forma di bozza o di prima stesura. La documentazione finale è messa a disposizione degli investitori al più tardi 15 giorni dopo la conclusione dell'operazione. Sia il cedente che il promotore sono solidalmente responsabili dell'osservanza dell'art. 7, inclusa la messa a disposizione di tali informazioni.

l'esigenza di realizzare un obiettivo profittevole della stessa operazione di cartolarizzazione. Fra i candidati dunque che meglio si prestano a svolgere un tale ruolo vi sono le società di revisione ovvero professionisti qualificati quali i dottori commercialisti. La stessa società di valutazione del credito (la *credit rating agency*) potrebbe svolgere detto ruolo, anche se tale soggetto, dovendo poi esprimere la valutazione dei titoli cartolarizzati, si porrebbe in conflitto di interessi.

Più chiaro, quanto ai soggetti contrattualmente obbligati, è il par. 3, ove è statuito che "il cedente o il promotore mette a disposizione dei potenziali investitori un modello di flusso di cassa delle passività che rappresenti precisamente il rapporto contrattuale intercorrente tra le esposizioni sottostanti e il flusso dei pagamenti fra il cedente, il promotore, gli investitori, altri terzi e la SSPE". Ciò deve avvenire prima della fissazione del prezzo, anche se l'obbligo diventa continuativo, e non episodico, poiché le parti interessate sono tenute ad adempiervi anche dopo che il prezzo è stato fissato: il cedente o il promotore "mette tale modello a disposizione degli investitori su base continuativa e dei potenziali investitori su richiesta".

Si è affermato da più di un decennio il concetto di responsabilità di natura sociale delle entità giuridiche (*corporate social responsibility*) quale ulteriore parametro, di tipo istituzionale, cui la condotta degli amministratori deve essere informata nell'espletamento dell'attività di impresa[68]. Non è ancora chiaro il perimetro legale di tale funzione sociale che deve svolgere l'impresa; una funzione questa che si coniuga molto spesso con il concetto di sostenibilità e con l'esigenza che l'impresa, in particolare il suo organo gestorio, adotti decisioni che non si limitino semplicemente alla massimizzazione dei profitti dei soci. *Mutatis mutandis* e non senza una certa fantasia interpretativa, il par. 4 prescrive – per i prestiti relativi ad immobili residenziali (ma anche per i prestiti relativi a veicoli o *leasing* auto) – che "il cedente e il promotore pubblichino le informazioni disponibili relative alla performance ambientale delle attività finanziate con tali prestiti", pubblicazione da effettuarsi nell'ambito delle informazioni di cui all'art. 7, par. 1, co. 1, lett. a). In altre parole, l'investitore in titoli cartolarizzati dovrebbe essere in grado di valutare se il "sottostante" soddisfi requisiti di tipo etico, fra cui quelli specificamente connessi con l'ambiente. Il precetto, sicuramente meritevole da un punto di vista ideale, risulta più difficile

[68] Per i commenti in italiano in tema di CSR da una prospettiva italiana, cfr. per tutti AA.VV., *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. Caterino, I. Ingravallo, Lecce, 2020.

da implementarsi sotto l'aspetto pratico. Da una prospettiva di *common law*, la norma sembra ricordare le modalità con cui nella legislazione britannica del *Companies Act 2006* si è cercato di implementare il principio di *corporate social responsibility* nell'ambito dei doveri degli amministratori di società di capitali. La *sect. 172*, nel prevedere il così detto *enlightened shareholder's value*, obbligherebbe gli amministratori a tener conto, nelle scelte gestionali, di una serie di obiettivi ultimi, ultronei rispetto a quelli primari, che, per gli amministratori di società britannica, sono anche il rispetto dell'ambiente. Il problema, per le norme societarie britanniche, come per quelle unionali che si commentano, è che un tale obiettivo non è realizzabile nel concreto, allo stato. Lo *stakeholder*, esterno all'impresa, in questo caso la collettività la quale ha una aspettativa al rispetto dell'ambiente, non ha azione nei confronti della società, né nel caso di cartolarizzazioni EU sembra avere azione alcuna nei confronti dei promotori ovvero dei cedenti delle operazioni in parola.

In assenza di rimedi giuridici, le informazioni sulla sostenibilità ambientale delle attività finanziarie potrebbero essere liberamente valutate dall'investitore che sia sensibile ai valori che la norma vuole tutelare. Se ciò si traduca in uno strumento efficace per la tutela dell'ambiente e delle decisioni del consumatore non si può dire, almeno in una prospettiva strettamente giuridica.

2.5. Le cartolarizzazioni dei commercial paper

Il requisito della cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata si applica non solo alla operazione di cartolarizzazione "classica", ma anche a quella concernente *commercial paper* (ABCP)[69], ossia titoli con scadenza più brevi di quelli di una operazione tradizionale. In tale caso la coerenza con il requisito di cui alla STS è basato sui parametri stabiliti dall'art. 24, Regolamento UE, per quanto concerne i parametri oggettivi, e su quelli contemplati nell'art. 25, per i parametri soggettivi, essendo questi di pertinenza del cedente.

L'art. 24 non contiene disposizioni troppo diverse da quelle che sono contenute nella *sedes materiae* della cartolarizzazione STS e di cui sopra. Anche nel caso di cartolarizzazione ABCP si applicherà il principio in base al quale il contratto di cessione dei crediti fra ante causa e

[69] Cfr. in precedenza in questo Capitolo, allorquando si è accennato al perimetro della ABCP.

veicolo debba essere una *true sale*, senza alcun obbligo per il cedente di riacquisto dei crediti. Al trasferimento dei titoli non si applicheranno le disposizioni in tema di revocatoria così dette "rigide" (ancora termine usato in modo oltremodo atecnico), in caso di insolvenza del venditore. Il perimetro delle disposizioni "rigide", *rectius* non inderogabili, sono identiche a quelle già esaminate nel caso di cartolarizzazioni STS. Anche nell'ambito di cartolarizzazioni ABCP, non costituiscono disposizioni "rigide" (e dunque devono essere presenti nella legislazione di ogni Stato Membro) quelle che tutelano interessi di ordine pubblico, fra cui quelle "che consentono al liquidatore o a un tribunale di invalidare la vendita delle esposizioni sottostanti in caso di trasferimenti fraudolenti, ingiusto pregiudizio nei confronti dei creditori o trasferimenti tesi a favorire indebitamente particolari creditori rispetto ad altri" (art. 24, par. 3). Si può peraltro evidenziare che queste disposizioni non sono "rigide", ma nemmeno "flessibili", semplicemente sono intangibili, in quanto rientrano nel "nucleo duro" delle norme di ordine pubblico inderogabili.

Inoltre, ove il venditore non coincida con il cedente (paragrafo 4), la vendita o cessione effettiva dovranno riflettere gli stessi requisiti di una operazione di cessione diretta dei crediti, in particolare la cessione "di secondo grado" dovrà rispettare il requisito di *true sale*, vendita vera, di cui alla vendita di primo grado. La *ratio* della norma è di impedire che la vendita di secondo grado sia un'occasione per evitare l'applicazione di norme inderogabili che, *expressis verbis*, sono applicabili alla cessione di primo grado e che, di soppiatto, potrebbero essere eluse nella vendita successiva.

L'art. 24, par. 5, si applica alla situazione in cui, come per la cartolarizzazione STS, la cessione si attui in due momenti, quello di cessione e quello di perfezionamento. A confermare un disfavore del legislatore unionale verso cartolarizzazioni basate su due momenti temporali, si prevede che il perfezionamento successivo dovrà scaturire dal verificarsi di almeno tre eventi. Il primo sarà il grave deterioramento della classe di merito del credito del venditore, l'insolvenza del venditore e, da ultimo, la violazione di obblighi contrattuali da parte del venditore. Si conferma così la tendenza del Regolamento UE a privilegiare forme di cartolarizzazione in cui la conclusione del contratto (rectius dei contratti) ed il perfezionamento dell'operazione (dunque, rispettivamente *closing* e *settlement*) coincidano cronologicamente.

Ulteriori elementi che caratterizzano la cartolarizzazione ABCP sono: la dichiarazione da parte del venditore che le esposizioni sottostan-

ti non sono vincolate[70]; le esposizioni sottostanti soddisfino "criteri di ammissibilità prestabiliti, chiari e documentati che non consentono la gestione attiva del portafoglio di tali esposizioni su base discrezionale"[71]. In ogni caso, ai sensi dell'art. 24, par. 8, le esposizioni sottostanti "non devono comprendere alcuna posizione verso la cartolarizzazione".

L'art. 24, par. 9, stabilisce invece che le esposizioni sottostanti, una volta effettuata la selezione del portafoglio, sono trasferite senza indebito ritardo al veicolo e non devono comprendere, al momento di tale selezione, "esposizioni in stato di inadempienza ai sensi dell'articolo 178, paragrafo 1, del Regolamento (UE) n. 575/2013 né esposizioni verso un debitore o un garante di affidabilità creditizia deteriorata che, a conoscenza del cedente o prestatore originario:

a) è stato dichiarato insolvente o ha visto un giudice riconoscere in maniera definitiva e inappellabile ai suoi creditori il diritto di esecutorietà o il risarcimento dei danni per mancato pagamento nei tre anni precedenti la data di creazione oppure è stato oggetto di un processo di ristrutturazione del debito in relazione alle sue esposizioni deteriorate nei tre anni precedenti la data del trasferimento o della cessione delle esposizioni sottostanti alla SSPE, salvo se:
   i) l'esposizione sottostante oggetto di ristrutturazione non ha presentato nuovi arretrati a partire dalla data della ristrutturazione, che deve aver avuto luogo almeno un anno prima della data di trasferimento o cessione delle esposizioni sottostanti alla SSPE; e
   ii) nelle informazioni fornite dal cedente, dal promotore e dalla SSPE in conformità dell'articolo 7, paragrafo 1, primo comma, lettera a) e lettera e), punto i), si indicano esplicitamente la percentuale di esposizioni sottostanti oggetto di ristrutturazione, i tempi e i dettagli della ristrutturazione e la loro performance dalla data della ristrutturazione;
b) al momento della concessione, ove applicabile, era iscritto in un registro pubblico del credito di persone con referenze creditizie negative o, in assenza di tale registro pubblico del credito, in un

[70] Art. 24, par. 6. Ciò si accompagna alla dichiarazione che le esposizioni sottostanti non si trovano "in altra situazione prevedibilmente in grado di compromettere l'opponibilità della vendita o cessione effettiva o del trasferimento avente gli stessi effetti giuridici" (cfr. art. 24, par. 6, seconda parte).

[71] Cfr. art. 24, par. 7.

altro registro del credito disponibile al cedente o al prestatore originario;

c) ha una valutazione del merito di credito o un punteggio di affidabilità creditizia che indica l'esistenza di un rischio di inadempimento dei pagamenti pattuiti contrattualmente sensibilmente più elevato di quello relativo a esposizioni comparabili non cartolarizzate detenute dal cedente" (art. 24, par. 9, Regolamento Cartolarizzazioni).

Le ulteriori disposizioni in tema di cartolarizzazioni ABCP sembrano ribadire quelle applicabili – e già lumeggiate – in tema di cartolarizzazioni ordinarie. Fra queste: la condizione inderogabile che, al momento della cessione, il debitore rientrante nel portafoglio, abbia effettuato il pagamento di almeno una rata (art. 24, par. 10); il rimborso delle posizioni cartolarizzate non dipenda in modo preponderante dalla vendita delle attività poste a garanzia (art. 24 par. 10); il rischio di tasso di interesse e il rischio di tasso di cambio sono adeguatamente attenuati, anche attraverso la stipula di contratti derivati (di copertura) fra il veicolo e una banca, solitamente d'affari. È da notare che questa costituisce l'unica ipotesi in cui il veicolo possa stipulare dei contratti derivati, in quanto altrimenti tale facoltà è preclusa proprio nella stessa *sedes materiae* in discussione. Resta ovvio, come per le tipologie di cartolarizzazione ordinarie, che, considerato il disfavore della legislazione in commento verso forme di cartolarizzazione troppo speculative, il veicolo non solo non può stipulare contratti derivati ma, più in generale, non può cartolarizzare posizioni su derivati.

Le disposizioni dei paragrafi dell'art. 24, di cui ai paragrafi dal 15 in poi, sono quelle più specificamente indirizzate alla cartolarizzazione ABCP. Quella di cui al par. 15, innanzitutto, stabilisce che le operazioni ABCP sono garantite da un portafoglio omogeneo, con inclusione, per ragioni di trasparenza, di una sola attività. In linea poi con la natura di credito a breve termine dei commercial papers, si prevede che il portafoglio di operazioni sottostanti "ha una durata residua media ponderata di non oltre un anno e nessuna delle esposizioni sottostanti ha una durata residua superiore a tre anni." (art. 24, par. 15, seconda parte).

Laddove il portafoglio sia relativo a prestiti di una specifica tipologia, quelli per veicoli auto e strumentali, le relative operazioni oggetto di cartolarizzazione avranno "una durata residua media ponderata di non oltre tre anni e nessuna delle esposizioni sottostanti ha una durata residua superiore a sei anni." (art. 24, par. 15, terza parte).

Un problema che, in modo drammatico, ha evidenziato la crisi finanziaria del 2007/2008 è quello della complessità tecnica delle operazioni di cartolarizzazione, tale da rendere molto spesso estremamente opache le stesse previsioni contrattuali. Per tal via l'indicazione di un tasso di interesse, tanto per le attività che per le passività di una operazione di cartolarizzazione, deve essere intellegibile, in quanto legato ad uno specifico mercato, tuttavia mai con un riferimento "a formule o derivati complessi".

Ai sensi del par. 17, art. 24, è fatto espressamente divieto al veicolo di detenere contante oltre quanto sia necessario per il pagamento degli investitori ovvero per il funzionamento dello stesso veicolo, nel caso vi sia una inadempienza del venditore ovvero un evento di messa in mora. In aggiunta a ciò, e secondo la stessa linea di ragionamento, gli introiti in capitale di cui alle esposizioni sottostanti sono trasferiti agli investitori, secondo l'ordine sequenziale di ciascuna e, da ultimo, nessuna disposizione deve imporre la liquidazione automatica delle esposizioni sottostanti al valore di mercato.

Requisito soggettivo richiesto per una operazione ABCP riguarda il promotore, dunque l'*arranger*, che deve essere un ente creditizio sottoposto a vigilanza, come da direttiva 2013/36/UE. Il requisito è inferibile dall'art. 25, par. 1, del Regolamento UE. La norma sembra alquanto stringente, ma anche giustificabile, alla luce del fatto che l'iscrizione del soggetto quale ente creditizio dovrebbe essere garanzia di credibilità e rispetto delle regole dell'intera operazione. L'operazione ABCP è un programma ovvero un'operazione in cui, a differenza di una normale operazione di cartolarizzazione, è richiesta una garanzia che dovrebbe ridurre ulteriormente i rischi per gli investitori. Come stabilito all'art. 2, n. 21 e 22, ricorrono due forme di cartolarizzazione EU garantita: il programma ABCP interamente garantito; l'operazione ABCP interamente garantita.

Il primo è "garantito direttamente e interamente da un promotore che fornisce alla o alle SSP una o più linee di liquidità [..]". Il programma deve comprendere, congiuntamente, e non in via semplicemente alternativa, una serie di elementi: "tutti i rischi di liquidità e di credito del programma ABCP"; "qualsiasi rischio di liquidità e di credito del programma ABCP"; "tutti gli altri costi a livello di operazione ABCP di programma ABCP se necessari per garantire all'investitore il pagamento integrale di qualsiasi importo nell'ambito dell'ABCP."

Il secondo è, invece, in modo speculare, una "operazione ABCP garantita da una linea di liquidità a livello di operazione o a livello di

programma ABCP". Anche in questo caso l'operazione deve contenere in via congiunta la serie di elementi, appena sopra richiamati.

La definizione è simile a quella del programma con garanzia del promotore, sebbene nel primo caso la garanzia promani in via diretta dal promotore e presenti, dunque, caratteristiche di garanzia personale. Nel secondo caso, per contro, la garanzia sembra essere connessa alla stessa linea di liquidità, che potrebbe essere quella che, in via segregata, viene messa a disposizione della parte.

Il ruolo del promotore, quale soggetto vigilato ed europeo, si spiega anche in funzione del ruolo specifico che, in una operazione di cartolarizzazione ABCP, è chiamato ad effettuare. L'*arranger* non è soltanto colui che presta l'assistenza all'organizzazione dell'operazione, ma è anche il soggetto che viene chiamato a fornire liquidità, stante il carattere a breve periodo dell'operazione, per cui la liquidità è l'elemento essenziale per la sussistenza e la credibilità dell'operazione stessa. Più precisamente, ai sensi dell'art. 25, par. 2, il promotore è definito "un fornitore di linee di liquidità e sostiene tutte le posizioni verso la cartolarizzazione a livello di programma ABCP coprendo tutti i rischi di liquidità e di credito e qualsiasi rischio rilevante di diluizione delle esposizioni cartolarizzate nonché tutti gli altri costi delle operazioni e i costi relativi all'intero programma se necessari per garantire all'investitore il pagamento integrale di qualsiasi importo nell'ambito dell'ABCP con tale sostegno." Risulta chiaro, pertanto, che la preoccupazione del legislatore unionale è di far sì che l'arranger, nel caso di cartolarizzazione ABCP, sia coinvolto, maggiormente che in una normale cartolarizzazione, assumendo non solo un ruolo contrattuale quale agent (responsabile per la strutturazione dell'operazione) ma anche un ruolo di corresponsabile per la buona riuscita economica, per quanto possibile, dell'operazione medesima. Un tale obbligo di "star del credere", ad usare una terminologia civilistica, si traduce anche in un profilo di *disclosure*. Gli investitori saranno informati adeguatamente del fatto che il promotore fornisce loro "una descrizione del sostegno prestato a livello di operazione, compresa una descrizione delle linee di liquidità fornite", come si evince dall'art. 25, par. 2, seconda parte.

Parlare del soggetto promotore di cartolarizzazione ABCP quale "garante", tecnicamente, dell'operazione pare forse qualificazione giuridica eccessiva. È tuttavia indubbio che lo stesso abbia un ruolo di *patronant* debole, di soggetto che, con la sua autorevolezza, senza assumere un impegno contrattuale, crea un'"aurea" di credibilità dell'operazione posta in essere, anche in merito alla sua coerenza con le disposizioni regolamentari.

È da precisare che non tutte le cartolarizzazioni, rientranti nello schema negoziale del Regolamento Cartolarizzazioni, beneficiano dello status STS, che è collegato alla cessione effettiva. Pertanto, le cartolarizzazioni sintetiche sono escluse, come risulta chiaro dal 24° "considerando", più precisamente:

> "Nelle cartolarizzazioni che non sono di vendita effettiva le esposizioni sottostanti non sono trasferite a un soggetto emittente che è una SSPE, ma ne è piuttosto trasferito il rischio di credito per mezzo di un contratto derivato o di una garanzia. Questo determina un rischio di credito di controparte supplementare e una maggiore complessità potenziale, in particolare collegata al contenuto del contratto derivato. Per tali ragioni, i criteri STS non dovrebbero consentire la cartolarizzazione sintetica."

È opportuno riconoscere i progressi conseguiti dall'EBA nella sua relazione del dicembre 2015, che individua un insieme possibile di criteri STS per la cartolarizzazione sintetica e definisce la "cartolarizzazione sintetica nel bilancio" e la "cartolarizzazione sintetica di arbitraggio". Una volta che l'EBA avrà chiaramente stabilito un insieme di criteri STS specificamente applicabili alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio, e al fine di promuovere il finanziamento dell'economia reale e in particolare delle PMI, che beneficiano in misura maggiore di tali cartolarizzazioni, la Commissione dovrebbe elaborare una relazione e, se del caso, adottare una proposta legislativa al fine di estendere il quadro STS a tali cartolarizzazioni. Tuttavia, nessuna estensione dovrebbe essere proposta dalla Commissione per quanto concerne le cartolarizzazioni sintetiche di arbitraggio.

2.6. Nuove cartolarizzazioni e implicazioni di diritto "amministrativo"

Il Regolamento Cartolarizzazioni introduce un micro-sistema di regole, di natura "amministrativa", sebbene questo termine venga usato in modo molto atecnico. Utilizzando le categorie giusamministrativistiche italiane, si può affermare che il *label*, il marchio STS, da apporsi alle cartolarizzazioni di alta qualità, non discende solo dalla sostanza (il fatto che effettivamente i titoli abbiano le caratteristiche di semplicità, trasparenza e standardizzazione), ma anche dalla forma. Quest'ultima si sostanzia in un albo presso cui i titoli cartolarizzati STS devono essere iscritti: solo in questo caso i relativi operatori, particolarmente gli investitori, se ne possono avvantaggiare a fini di bilancio e di patrimonio di

vigilanza. È da sottolineare, tuttavia, che tale iscrizione non conferisce natura STS ad una cartolarizzazione che, nella sostanza, non ne abbia i requisiti. In altre parole, l'iscrizione presso l'albo dell'autorità europea e la relativa pubblicità che ne segue non ha natura costitutiva, né tanto meno "sanante", del fatto che la cartolarizzazione difetti dei relativi requisiti; requisiti che, pertanto, vanno verificati costantemente, in particolare dagli investitori.

L'iscrizione presso l'albo è preceduta da una notifica all'ESMA, fatta in forma congiunta dal cedente e dal promotore, ai sensi del par. 1, art. 27, Regolamento Cartolarizzazioni. Gli "istanti, a tal fine, utilizzeranno un modulo previsto al paragrafo 7, dello stesso art. 27, in cui gli stessi dichiarano che la cartolarizzazione è in linea con i requisiti della norma europea, dunque la conformità a quanto previsto "agli articoli da 19 a 22 o agli articoli da 23 a 26". Nel caso di un programma ABCP, solo il promotore è responsabile della notifica di tale programma e, nell'ambito dello stesso, delle operazioni ABCP conformi all'articolo 24. Risulta dunque, che l'iscrizione ha mera natura di consoscenza.

Con la notifica della cartolarizzazione STS, il cedente e il promotore comunicano le modalità con cui si è rispettato ciascuno dei criteri STS (dunque semplicità, trasparenza e standardizzazione)[72]. La *ratio essendi* della notifica dell'inizio di status della cartolarizzazione STS, ma anche della sua cessazione, è inferibile da un "considerando" del Regolamento Cartolarizzazioni, particolarmente il 31:

"Se il cedente, il promotore e la SSPE intendono utilizzare la qualifica STS per le loro cartolarizzazioni, si dovrebbe comunicare agli investitori, alle autorità competenti e all'ESMA che le cartolarizzazioni soddisfano i requisiti STS. La notifica dovrebbe contenere una spiegazione delle modalità con cui si è rispettato ciascun criterio STS".

L'ESMA, poi, quale risultato di tale notifica, dovrebbe inserire la cartolarizzazione in un elenco delle cartolarizzazioni STS, quest'ultimo pubblicato a scopo informativo sul proprio sito web[73].

Il fatto che un'emissione di cartolarizzazioni figuri nell'elenco delle cartolarizzazioni STS notificate pubblicato dall'ESMA non implica che questa o altre autorità competenti abbiano garantito che la cartolarizzazione soddisfi i requisiti STS. Ciò è, sostanzialmente il lessico del Considerando 31, anche se appare arguibile che l'ESMA venga degradata a mero notaio di tale iscrizione. La norma sembra congegnata quasi al fine di limitare, se non escludere, una responsabilità dell'ESMA nel ca-

[72] Sempre art. 27, par. 1, Regolamento Cartolarizzazioni.

[73] Sempre il Consideranto 31 in commento.

so in cui una cartolarizzazione presentata come STS in realtà non lo sia. Tuttavia, si ritiene che, stanti i principi generali di diritto, l'ESMA dovrebbe rispondere di responsabilità professionale, ove sia accertato un dolo della stessa nell'iscrizione dell'apparente cartolarizzazione STS.

La conformità ai requisiti STS resta di esclusiva responsabilità di cedenti, promotori e SSPE. In questo modo si dovrebbe garantire che i cedenti, i promotori e le SSPE si assumano la responsabilità della dichiarazione relativa alla qualifica STS della cartolarizzazione e alla trasparenza sul mercato.

L'ESMA pubblica la notifica STS sul proprio sito web ufficiale a norma del paragrafo 5. Al fine di garantire il miglior raccordo con l'Autorità nazionale, viene previsto che il cedente e il promotore rendano edotte le rispettive autorità competenti della notifica in parola. Sebbene la notifica sia congiunta, obbligatoriamente, il cedente ed il promotore dovranno designare – e ciò dovrà apparire dal sito dell'Autorità - il soggetto che funge da "primo referente", sia per gli investitori che per le autorità competenti[74].

Sebbene la certificazione di coerenza con i requisiti STS sia operazione altamente tecnica, viene anche previsto che la stessa possa essere effettuata da un soggetto terzo. Ciò è previsto espressamente dall'art. 27, par. 2, del Regolamento Cartolarizzazioni. Ad evitare che l'incarico a terzi abbia funzioni di spoglio delle responsabilità dei soggetti primariamente obbligati, si prevede che, ove vi sia un *outsourcing* di tali servizi, permane la responsabilità del cedente, del promotore o della SSPE, in relazione agli obblighi giuridici loro incombenti ai sensi del Regolamento Cartolarizzazioni. Non solo, ma gli stessi investitori istituzionali continueranno ad essere assoggettati agli obblighi di cui all'articolo 5.

Sempre a norma dell'art. 27, par. 2, Regolamento Cartolarizzazioni, ove il cedente, il promotore o la SSPE ricorrano ai servizi di un terzo autorizzato a fini della conformità suddetta, "la notifica STS include una dichiarazione indicante che la conformità ai criteri STS è stata confermata dal suddetto terzo autorizzato. La notifica include il nome del terzo autorizzato, il suo luogo di stabilimento e il nome dell'autorità competente che l'ha autorizzato"[75].

---

[74] *Ibidem*, art. 27, par. 1, ultima parte.

[75] La *ratio* della norma si rinviene anche al "Considerando" 34:

"L'intervento di terzi come ausilio alla verifica della conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS potrebbe rivelarsi utile per gli investitori, i cedenti, i promotori e le SSPE e potrebbe contribuire ad accrescere la

Requisiti ancora più stringenti sono previsti nel caso in cui il cedente ovvero prestatore originario non sia ente creditizio UE. In tal caso le procedure aggravate di cui all'art. 27, par. 3, si applicheranno, *verbatim*:

"Laddove il cedente o il prestatore originario non sia un ente creditizio o un'impresa di investimento ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punti 1) e 2), del regolamento (UE) n. 575/2013, stabilito o stabilita nell'Unione, la notifica di cui al paragrafo 1 del presente articolo è corredata degli elementi seguenti:

a) la conferma del cedente o prestatore originario del fatto che concede i crediti basandosi su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare e finanziare i crediti e che dispone di sistemi efficaci per l'applicazione di dette procedure a norma dell'articolo 9 del presente regolamento; e
b) una dichiarazione del cedente o del prestatore originario relativamente al fatto che la concessione dei crediti di cui alla lettera a) sia o meno soggetta a vigilanza".

La notifica dei requisiti di conformità STS della cartolarizzazione che, formalmente, abbia questo marchio, non riguarda solo la fase genetica, di acquisizione di tale status, ma anche quella di cessazione dello stesso. In particolare, l'art. 27, par. 4, stabilisce:

"Quando una cartolarizzazione non soddisfa più i requisiti stabiliti agli articoli da 19 a 22 o agli articoli da 23 a 26, il cedente e il promotore lo notificano immediatamente all'ESMA e informano la rispettiva autorità competente." Una tale notifica di cessazione è prevista e spiegata, per certi versi, da uno degli stessi "considerandi", il 32:

---

fiducia nel mercato delle cartolarizzazioni STS. I cedenti, i promotori e le SSPE potrebbero altresì ricorrere a servizi di terzi autorizzati in conformità del presente regolamento per valutare se la propria cartolarizzazione rispetta i criteri STS. Tali terzi dovrebbero essere soggetti ad autorizzazione delle autorità competenti. La notifica all'ESMA e la conseguente pubblicazione sul suo sito dovrebbero indicare se la conformità ai criteri STS è stata confermata o meno da un terzo autorizzato. È essenziale tuttavia che gli investitori valutino in prima persona e si assumano la responsabilità delle loro decisioni di investimento, senza fare meccanicamente affidamento su detti terzi. L'intervento di terzi non dovrebbe in alcun modo allontanare dai cedenti, promotori e investitori istituzionali la responsabilità giuridica finale per quanto riguarda la notifica e il trattamento di un'operazione di cartolarizzazione come STS."

"Se una cartolarizzazione non soddisfa più i requisiti STS, il cedente e il promotore dovrebbero notificarlo immediatamente all'ESMA e alla pertinente autorità competente. Qualora un'autorità competente abbia imposto sanzioni amministrative in relazione a una cartolarizzazione notificata come STS, detta autorità competente dovrebbe notificarlo immediatamente all'ESMA affinché siano incluse nell'elenco delle notifiche STS, in modo che gli investitori siano informati di tali sanzioni e dell'attendibilità delle notifiche STS. Al fine di evitare conseguenze sotto il profilo della reputazione, è quindi nell'interesse dei cedenti, e dei promotori trasmettere notifiche accurate".

Al di là delle notifiche, il regime di pubblicità della cartolarizzazione STS si incentra sull'art. 27, par. 5, Regolamento Cartolarizzazioni:

"L'ESMA pubblica sul proprio sito web ufficiale un elenco di tutte le cartolarizzazioni che il cedente e il promotore le hanno notificato come conformi ai requisiti stabiliti agli articoli da 19 a 22 o agli articoli da 23 a 26. L'ESMA aggiunge immediatamente a tale elenco ciascuna cartolarizzazione così notificata e aggiorna l'elenco qualora una cartolarizzazione cessi di essere considerata STS a seguito di una decisione delle autorità competenti oppure di una notifica da parte del cedente o del promotore. Quando ha imposto sanzioni amministrative ai sensi dell'articolo 32, l'autorità competente ne dà immediatamente notifica all'ESMA. L'ESMA indica immediatamente sull'elenco che un'autorità competente ha imposto sanzioni amministrative in relazione alla cartolarizzazione d'interesse".

A completare il quadro "amministrativo" ora definito, è da sottolineare che vi è un micro-sistema di norme operative, volte ad armonizzare il quadro della disciplina secondaria. In particolare:

"L'ESMA elabora, in stretta cooperazione con l'EBA e l'EIOPA, progetti di norme tecniche di regolamentazione che specificano le informazioni che il cedente, il promotore e la SSPE sono tenuti a fornire per adempiere agli obblighi di cui al paragrafo 1.

L'ESMA presenta detti progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il 18 luglio 2018.

Alla Commissione è conferito il potere di integrare il presente regolamento mediante l'adozione delle norme tecniche di regolamentazione di cui al presente paragrafo in conformità degli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010"[76].

Chiudono il quadro complessivo delle norme di tipo amministrativo alcune disposizioni "pratiche".

[76] Art. 27, par. 7, Regolamento Cartolarizzazioni.

Ai sensi dell'art. 27, par. 7, per garantire "condizioni uniformi di esecuzione del presente regolamento, l'ESMA elabora, in stretta cooperazione con l'EBA e l'EIOPA, progetti di norme tecniche di attuazione per stabilire i moduli da utilizzare per fornire le informazioni di cui al paragrafo 6".

Viene anche aggiunto che la stessa autorità parigina "presenta detti progetti di norme tecniche di attuazione alla Commissione entro il 18 luglio 2018".

Inoltre, alla Commissione Europea "è conferito il potere di adottare le norme tecniche di attuazione di cui al presente paragrafo conformemente all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 1095/2010".

Sempre pertinente al quadro complessivo amministrativo vi sono due "considerandi":

Il "considerando" 35, in base al quale:

"Gli Stati membri dovrebbero designare le autorità competenti e conferire loro i necessari poteri di vigilanza, di indagine e di sanzione. In via di principio le sanzioni amministrative dovrebbero essere pubblicate. Poiché è possibile che investitori, cedenti, promotori, prestatori originari e SSPE siano stabiliti in Stati membri diversi e che su di essi esercitino la vigilanza autorità settoriali competenti diverse, si dovrebbe assicurare, tramite l'interscambio d'informazioni e l'assistenza reciproca nelle attività di vigilanza, una stretta cooperazione sia tra le autorità competenti interessate, tra cui la Banca centrale europea (BCE) in relazione a compiti specifici che le sono stati attribuiti dal regolamento (UE) n. 1024/2013 (12) del Consiglio, sia con le AEV. Le autorità competenti dovrebbero applicare sanzioni solo in caso di violazioni intenzionali o dovute a negligenza. L'applicazione di provvedimenti correttivi non dovrebbe dipendere dalla prova dell'intenzionalità o della negligenza. Per stabilire il tipo e il livello adeguati della sanzione o del provvedimento correttivo, al momento di valutare la capacità finanziaria della persona fisica o giuridica responsabile, le autorità competenti dovrebbero in particolare prendere in considerazione il fatturato totale della persona giuridica responsabile o il reddito annuo e le attività nette della persona fisica responsabile".

Viene in rilievo anche il "considerando" 36, per cui:

"Le autorità competenti dovrebbero operare uno stretto coordinamento dell'attività di vigilanza e assicurare la coerenza delle decisioni, in particolare in caso di violazione del presente regolamento. Qualora la violazione riguardi una notifica inesatta o fuorviante, l'autorità competente che constata tale violazione dovrebbe anche informare le AEV e le autorità competenti interessate degli Stati membri".

Un tale combinato disposto di "considerandi" fa forte leva sul concetto di cooperazione che dovrebbe sussistere fra le Autorità interessate da una cartolarizzazione STS. Essendo quest'ultima per definizione operazione di natura transnazionale, e poiché i soggetti sono transnazionali, si è puntato non tanto ad una competenza esclusiva, attrattiva di una sola Autorità nazionale, ma sull'altra transnazionale, circostanza che peraltro sarebbe stata possibile in astratto.

Ove la competenza fosse stata "universale", volendo ipotizzare la UE quale "universo" legale ad esempio nei rapporti con l'*arranger, ciò* avrebbe implicato che la UE sarebbe diventata competente a vigilare su tutti i soggetti e le fasi della cartolarizzazione. Questa soluzione avrebbe avuto il vantaggio di evitare il rischio di *misinformed supervision* (non adeguatamente informata vigilanza) dovuta ad assenza o incorretta comunicazione.

D'altro canto, una soluzione di accentramento nell' Autorità nazionale di vigilanza (una sorta di "supremo"[77]) avrebbe favorito il costituirsi di un forte potere, incluso quello disciplinare, con l'ulteriore rischio di indurre gli operatori a "scegliere" il loro *supervisor* preferito, ad esempio con trasferimento della sede legale dell'ente del gruppo bancario, che cartolarizza, in un "Paese" con Autorità "amica"[78].

La vigilanza sulle cartolarizzazioni STS e sui soggetti che ne prendono parte è disciplinata all'art. 29, rubricato "Designazione delle autorità competenti", Capo 5.

Viene disposto che le autorità competenti in ciascun settore[79] "vigilano "sull'adempimento degli obblighi stabiliti all'articolo 5 del presente regolamento".

Per quanto riguarda poi le autorità competenti, che siano "responsabili della vigilanza sui promotori", ai sensi dell'articolo 4 della direttiva

---

[77] Si usa il termine, di origine latina, nella usa accezione inglese, piuttosto che italiana, la quale non è particolarmente lusinghiera.

[78] In tal senso si richiama in dottrina M.V. Benedettelli, *"Mercato" comunitario delle regole e riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 699-722.

[79] Si tratta delle seguenti, a seconda del settore merceologico e *sedes materiae* unionale, stabilita in termini generali.

1. per le imprese di assicurazione e di riassicurazione: l'autorità competente designata a norma dell'articolo 13, punto 10), della direttiva 2009/138/CE;
2. per i gestori di fondi di investimento alternativi: l'autorità competente responsabile designata a norma dell'articolo 44 della direttiva 2011/61/UE;

2013/36/UE (la BCE in primis relativamente ai compiti specifici ad essa attribuiti dal regolamento (UE) n. 1024/2013), esse vigilano sull'adempimento, da parte dei promotori, degli obblighi previsti agli articoli 6, 7, 8 e 9 del presente regolamento.

L'art. 29, par. 3, stabilisce altresì che, ove "il cedente, il prestatore originario e la SSPE siano soggetti sottoposti a vigilanza ai sensi delle direttive 2003/41/CE, 2009/138/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2013/36/UE, e del Regolamento (UE) n. 1024/2013, le autorità competenti interessate, designate a norma di detti atti, tra cui la BCE relativamente ai compiti ad essa attribuiti dal regolamento (UE) n. 1024/2013, "vigilano sull'adempimento degli obblighi previsti agli articoli 6, 7, 8 e 9 del presente regolamento", dunque sulla scorta delle stesse disposizioni applicabili ai promotori[80].

L'art. 29, par. 4, continua poi statuendo - in merito al cedente, al prestatore originario e alla SSPE stabiliti nell'Unione e non contemplati dagli atti legislativi dell'Unione citati al paragrafo 3 - che gli Stati membri designano una o più autorità; designazione che è funzionale al fatto che questi organi debbano essere "competenti per vigilare sulla conformità agli obblighi di cui agli articoli 6, 7, 8 e 9". In relazione a ciò, i diversi Paesi dell'Unione "informano la Commissione e l'ESMA delle autorità competenti designate a norma del presente paragrafo entro il 1° gennaio 2019"; l'Italia ha designato la Consob[81].

L'art. 29, par. 5, prevede anche che gli Stati membri "designano una o più autorità competenti per vigilare sulla conformità da parte di cedenti, promotori e SSPE agli articoli da 18 a 27, nonché sulla confor-

---

3. per gli OICVM e le società di gestione di OICVM: l'autorità competente designata a norma dell'articolo 97 della direttiva 2009/65/CE;
4. per gli enti pensionistici aziendali o professionali: l'autorità competente designata a norma dell'articolo 6, lettera g), della direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (33);
5. per gli enti creditizi o imprese di investimento: l'autorità competente designata a norma dell'articolo 4 della direttiva 2013/36/UE, tra cui la BCE per quanto riguarda i compiti specifici ad essa attribuiti dal regolamento (UE) n. 1024/2013.

[80] Rispettivamente "Mantenimento del rischio" (art. 6), "Obblighi di trasparenza per cedenti, promotori e SSPE" (art. 7), "Divieto di ricartolarizzazione" (art. 8), "Criteri di concessione dei crediti" (art. 9).

[81] Tale obbligo non si applica nei riguardi delle entità che si limitano a vendere esposizioni nell'ambito di un programma ABCP o di un'altra operazione o di un altro schema di cartolarizzazione e che non creano attivamente esposizioni con la finalità principale di cartolarizzarle regolarmente.

mità da parte di terzi all'articolo 28". Trattasi *ictu oculi* dei concetti di cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata e dei relativi dettagliati paragrafi.

La seconda parte del detto paragrafo 5 prescrive che gli "Stati membri informano la Commissione e l'ESMA delle autorità competenti designate a norma del presente paragrafo entro il 18 gennaio 2019"[82].

Non vi è dubbio che l'ESMA assume, in questa area, un ruolo vieppiù significativo, non semplicemente di normatore, ma anche di *de facto supervisor*. È da ricordare che l'ESMA è già *supervisor* relativamente alle attività e operazioni delle *credit rating agency*.

In particolare, l'ESMA, in conformità del par. 7, art. 29:

- assicura la coerenza nell'applicazione e nel rispetto degli obblighi previsti agli articoli da 18 a 27 del presente regolamento conformemente ai compiti e ai poteri stabiliti nel regolamento (UE) n. 1095/2010;
- esercita il monitoraggio sul mercato delle cartolarizzazioni dell'Unione conformemente all'articolo 39 del Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio (34) e, se del caso, applica i suoi poteri di intervento temporaneo conformemente all'articolo 40 dello stesso regolamento.

Resta quindi confermato anche attraverso questo paragrafo 7 che l'approccio alla vigilanza adottato dal legislatore unionale in tema di cartolarizzazioni non è quello universale. Ne consegue un concorso di varie autorità nazionali, in relazione ai soggetti coinvolti e allo stadio della cartolarizzazione in cui intervengono. Ai fini di trasparenza, l'art. 29, par. 8, prevede che l'Autorità regolamentare europea dei mercati, l'ESMA, pubblichi "sul proprio sito web un elenco delle autorità competenti di cui al presente articolo e lo tiene aggiornato".

Stante il regime di molteplicità dei *supervisor* coinvolti nella vigilanza, come esaminato all'art. 29 che precede, il successivo art. 30, rubricato "Poteri delle autorità competenti", prevede disposizioni conseguenziali. In primo luogo (par. 1), "l'autorità competente designata

[82] È anche da notare che il paragrafo 6 prescrive che il paragrafo 5 dell'art. 29 "non si applica nei riguardi delle entità che si limitano a vendere esposizioni nell'ambito di un programma ABCP o di un'altra operazione o di un altro schema di cartolarizzazione e che non creano attivamente esposizioni con la finalità principale di cartolarizzarle regolarmente. In tal caso, il cedente o il promotore verifica che tali soggetti soddisfino i pertinenti obblighi previsti agli articoli da 18 a 27."

a norma dell'articolo 29, paragrafi da 1 a 5, [deve godere] dei necessari poteri di vigilanza, di indagine e di sanzione che le permettono di svolgere i compiti attribuitile dal presente regolamento". Ciò rientra in un vero e proprio potere di vigilanza "ispettiva" attribuito all'autorità designata.

Rientra invece in un potere di vigilanza regolamentare ed ispettiva il potere/dovere dell'Autorità di vigilanza[83] di riesaminare in via periodica "le modalità, le procedure e i meccanismi predisposti dal cedente, dal promotore, dalla SSPE e dal prestatore originario per conformarsi al presente regolamento". Detto riesame comprende una serie di elementi e/o stadi fondamentali dell'operazione di cartolarizzazione posta in essere[84].

Ai sensi di una specifica disposizione[85] l'autorità competente "impone che il cedente, il promotore, la SSPE e il prestatore originario valutino e affrontino con politiche e procedure adeguate i rischi derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione, compresi i rischi reputazionali".

Ne consegue, in forza del successivo par. 4, un obbligo da parte dell'Autorità competente di monitorare, "a seconda dei casi, gli effetti specifici che la partecipazione al mercato delle cartolarizzazioni ha sulla stabilità dell'ente finanziario che opera come prestatore originario, cedente, promotore o investitore nell'ambito della sua vigilanza prudenziale nel settore delle cartolarizzazioni, tenendo presente [..] a) l'entità delle riserve di capitale; b) l'entità delle riserve di liquidità; e c) il

---

[83] Di cui al successivo par. 2.

[84] In particolare:

- (lett. a): "le procedure e i meccanismi atti a misurare e mantenere correttamente e su base continuativa l'interesse economico netto rilevante, la raccolta e la tempestiva comunicazione di tutte le informazioni che devono essere messe a disposizione a norma dell'articolo 7 e i criteri di concessione dei crediti a norma dell'articolo 9;
- (lett. b): per le cartolarizzazioni STS che non sono cartolarizzazioni nell'ambito di un programma ABCP, le procedure e i meccanismi atti ad assicurare il rispetto dell'articolo 20, paragrafi da 7 a 12, dell'articolo 21, paragrafo 7, e dell'articolo 22;
- lett. c): per le cartolarizzazioni STS che sono cartolarizzazioni nell'ambito di un programma ABCP, le procedure e i meccanismi atti ad assicurare, per quanto riguarda le operazioni ABCP, il rispetto dell'articolo 24 e, per quanto riguarda i programmi ABCP, il rispetto dell'articolo 26, paragrafi 7 e 8.

[85] Art. 30, par. 3.

rischio di liquidità per gli investitori dovuto a disallineamenti di durata tra i loro finanziamenti e investimenti"[86].

L'autorità competente monitora ogni eventuale elusione degli obblighi previsti all'articolo 6, paragrafo 2, e provvede affinché le sanzioni siano applicate a norma degli articoli 32 e 33.

È noto che uno dei limiti della legislazione precedente alla crisi 2007/2008 era quello di concentrarsi eccessivamente sugli operatori.

Il passaggio dalla vigilanza micro-prudenziale a quella macro-prudenziale è volta specificamente a prevenire i rischi sistemici.

L'attività di prevenzione dei rischi di cui si tratta - riferibile anche al mercato delle cartolarizzazioni - viene svolta attraverso l'attribuzione di funzioni di vigilanza, appunto macro-prudenziali, al Comitato Europeo per il Rischio Sistemico – CERS - seppur nei limiti del proprio mandato[87].

Più in particolare, "al fine di contribuire a prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze finanziarie diffuse, il CERS effettua un monitoraggio continuo degli sviluppi nei mercati delle cartolarizzazioni. Se lo ritiene necessario, o almeno ogni 3 anni al fine di mettere in luce i rischi per la stabilità finanziaria, il CERS pubblica, in collaborazione con l'EBA, una relazione sulle implicazioni dei mercati delle cartolarizzazioni per la stabilità finanziaria. Nel caso in cui siano riscontrati rischi rilevanti, il CERS effettua segnalazioni e, ove opportuno, formula raccomandazioni per l'adozione di misure correttive in risposta a tali rischi, conformemente all'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1092/2010, anche in merito all'opportunità di modificare i livelli di mantenimento del rischio, o di adottare ulteriori misure macroprudenziali, indirizzate alla Commissione, alle AEV e agli Stati membri. Conformemente all'articolo 17 del regolamento (UE) n. 1092/2010, la Commissione, le AEV e gli Stati membri comunicano al CERS, al Parlamento europeo e al Consiglio i provvedimenti adottati

[86] L'ultima parte del paragrafo in parola prescrive che, ove l'Autorità competente individui "un rischio rilevante per la stabilità finanziaria di un ente finanziario o del sistema finanziario nel suo complesso, indipendentemente dagli obblighi ad essa incombenti ai sensi dell'articolo 36, l'autorità competente adotta misure per attenuare tali rischi, comunica le sue conclusioni all'autorità designata competente in materia di strumenti macroprudenziali ai sensi del Regolamento (UE) n. 575/2013 nonché al CERS".

[87] Ciò è previsto all'art. 31, 2, Regolamento Cartolarizzazioni, rubricato "Vigilanza macroprudenziale del mercato delle cartolarizzazioni".

per dar seguito alla raccomandazione e forniscono adeguate giustificazioni in caso di inazione entro tre mesi dalla data di trasmissione della raccomandazione ai destinatari".

2.7. L'impianto sanzionatorio, amministrativo e penale

Il tema dell'impianto sanzionatorio, sia esso amministrativo ovvero penale, costituisce un tema di grande fascino dottrinale, prima che di *jus positum*[88]. È indubbio che, nel testo del Regolamento Cartolarizzazioni, è presente una definizione sistematica dell'impianto sanzionatorio, nella materia *de qua*. I commentatori internazionali, sul tema generale delle sanzioni[89], sottolineano che una gamma più ampia di sanzioni "espande la capacità del normatore [, il *regulator*,] di rispondere in modo efficace alla serietà delle violazioni in un modo che non sarebbe possibile ove vi fosse una limitata gamma di sanzioni ovvero l'opzione disponibile (ad esempio, la rimozione dell'autorizzazione) fosse l'unica"[90].

Teoricamente, la gamma di sanzioni di cui un *supervisor può disporre* include anche quelle criminali.

Il Regolamento Cartolarizzazioni prevede in particolare la qualificazione della condotta di un operatore come penalmente rilevante e l'attivazione di strumenti di tutela che riguardano tale reato.

Nell'ambito della regolamentazione e della relativa *supervision* bancaria, la criminalizzazione non costituisce necessariamente la corretta risposta ove la *"rule-breaking"* (la violazione della legge) sia "episodica, ripetitiva ovvero continua"[91], come sottolineato dalla dottrina[92].

---

[88] Quanto al diritto italiano, si fa riferimento, per tutti, a S. Cimini, *Il potere sanzionatorio delle amministrazioni pubbliche. Uno studio critico*, Napoli, 2017.

[89] I. MacNeil, *Enforcement and Sanctioning*, in N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (eds), *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (Oxford University Press, Oxford, 2015) p. 296. Per quanto riguarda più in generale il concetto di *misconduct*, cfr. A.A. Rasti, *In-Depth Analysis. Fine for Misconduct in the Banking Sector – What is the Situation in the EU?*, in *European Parliament*, March 2017.

[90] Traduzione dell'inglese di chi scrive.

[91] Come sopra.

[92] I. MacNeil, *Enforcement and Sanctioning*, *cit*., p. 297. Viene osservato che la criminalizzazione "implica un grado di esposizione al pubblico ludibrio che non è sempre ravvisabile nel caso delle sanzioni amministrative ma ciò

Inoltre, nel trattare della materia finanziaria, una questione ben nota è data dalla difficoltà di distinguere fra sanzioni che siano da considerarsi "penali" (o "*criminal*") e quelle che non lo siano ovvero, più precisamente, sanzioni con o senza "*coloration pénale*". Nel caso del Regolamento Cartolarizzazioni il problema sembra meno pressante, in quanto la presenza dell'impianto sanzionatorio propriamente penale, accanto a quello amministrativo, fa ritenere che l'interprete abbia minore imbarazzo.

In generale, è da richiamare che le sanzioni amministrative mirano, meramente, a compensare il danno causato dall'autore dell'illecito (l'*offender*), laddove quelle penali sono finalizzate a punirlo. Nell'ambito dell'Unione Europea ed in particolare nel *legal framework* della *European Convention on Human Rights*, la linea di demarcazione fra sanzioni penali e sanzioni amministrative – che è anche strumentale a verificare se la *European Court of Human Rights* possiede giurisdizione – si fonda ancora sulla *ratio decidendi* stabilita dai due *decisa* della stessa Corte di Giustizia dei Diritti dell'Uomo (più precisamente, *Engels and Others*[93] e *Zolothukin*[94]) e della Corte di Giustizia della UE[95].

Come sottolineato dalla dottrina[96], per quanto riguarda le conseguenze della classificazione penale delle sanzioni, la "*coloration pénale*" rende le salvaguardie applicabili ancora più stringenti, quale risultato dei *dicta* tanto dei giudici lussemburghesi[97] quanto di quelli di Strasburgo.[98] Più specificamente, taluni principi saranno applicati a beneficio tanto della persona fisica che della persona giuridica[99] che fossero pre-

---

non è sempre strumentale alla proficua azione di *enforcement*" (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[93] Nella versione inglese, *Engel v Netherlands*, European Court of Human Rights, 23 November 1976, (1979-80) 1 E.H.R.R. 706.

[94] Nella versione inglese, *Zolotukhin v Russia* (14939/03), European Court of Human Rights, 10 February 2009, (2012) 54 E.H.R.R. 16.

[95] Nella versione inglese, *Hoffmann-La Roche & Co. AG v Commission of the European Communities*, 13 February 1979 (Case 85/76).

[96] R. D'Ambrosio, *Due Process and Safeguards of the Persons Subject to SSM Supervisory and Sanctioning Proceedings,* Banca d'Italia, *Quaderni di Ricerca Giuridica,* no 74, December 2013, p. 68.

[97] Nella versione inglese, *Hoffmann-La Roche & Co. AG v Commission of the European Communities*, 13 February 1979 (Case 85/76).

[98] Nella versione inglese, ECtHR, *Dubus v Franc*e, 11 June 2009.

[99] Come sottolineato dagli autori internazionali (Adrienne De Moor-van Vugt, *Administrative Sanctions in EU Law*, 31 March 2012, http://ssrn.com/

giudicate dalla sanzione: il principio di colpevolezza; il principio del *ne bis in idem*[100]*;* il diritto a non parlare; il principio a sindacare la correttezza dell'applicazione della sanzione; e il principio di separazione fra potere investigativo e funzioni decisionali[101].

Per quanto riguarda lo specifico framework sulle cartolarizzazioni europee, la materia prevede, *de minimis*, senza dunque possibilità di deroga da parte degli Stati Membri, sanzioni amministrative, di cui all'art. 32 del Regolamento Cartolarizzazioni. A questo fa da pendant l'art. 33, rubricato "Esercizio del potere d'imporre sanzioni amministrative e provvedimenti correttivi". Le sanzioni amministrative rappresentano un minimo inderogabile, al di sotto del quale ciascuno Stato Membro non può andare, sebbene sia fatta salva la possibilità per ciascuno Stato Membro "di prevedere e imporre sanzioni penali a norma dell'articolo 34" (art. 32, par. 1).

Principio generale è, dunque, che gli "Stati membri prevedono norme che stabiliscono le sanzioni amministrative adeguate in caso di negligenza o violazione intenzionale e i provvedimenti correttivi applicabili almeno quando non siano stati adempiuti obblighi fondamentali da parte dei principali player dell'operazione" (cedente, promotore o prestatore originario). In particolare, devono obbligatoriamente formare oggetto di sanzione amministrativa la violazione degli obblighi di cui: all'art. 6 del Regolamento Cartolarizzazioni (in tema di *due diligence* per gli investitori istituzionali)[102], all' art. 7 (relativo al mantenimento del rischio)[103], all'art. 9 (riguardante i criteri di concessione dei crediti)[104], all'art. 18 (circa l'uso di denominazione "cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata")[105]. Inoltre, fosse la cartolarizzazione qualificata STS, il cedente, il promotore o la SSPE di tale cartola-

abstract=1992922 accessed 25 April 2020), il carattere della legge unionale "as economic law brings about that the protection of the individuals extends to legal persons (companies) as well. This is not self-evident, since the ECHR was originally drafted for natural persons, and the CJ has tried to follow that Convention when developing specific guarantees in EU law. [..]".

[100] Su questo specifico punto, cfr. Fra gli altri F. Lefevre, S. Loosveld, *The Influence of European Law on the Powers of Financial Supervisors*, in Journal of *International Banking Law and Regulation*, 2010, pp. 49-52.

[101] R. D'Ambrosio, *Due Process and Safeguards of the Persons Subject to SSM Supervisory and Sanctioning Proceedings, op. cit.,* p.69.

[102] Lett. a), art. 32, Regolamento Cartolarizzazioni.

[103] Lett. b), art. 32, *ibidem*.

[104] Lett. c), art. 32, *ibidem*.

[105] Lett. d), art. 32, *ibidem*.

rizzazione dovranno essere assoggettati a sanzioni amministrative ove non abbiano adempiuto agli obblighi di cui agli articoli da 19 a 22 o agli articoli da 23 a 26[106]. Il primo blocco di dette disposizioni riguarda la cartolarizzazione "semplice, trasparente e standardizzata" e, verosimilmente, si riferisce all'ipotesi in cui l'operatore si sia avvalso del marchio, pur in assenza dei requisiti. Il secondo blocco concerne, *mutatis mutandis*, i requisiti di semplicità, trasparenza e standardizzazione delle cartolarizzazioni ABCP.

Ulteriori ipotesi di sanzioni amministrative che, *de minimis*, uno Stato Membro dovrà apprestare sono, per il cedente o promotore, quelle relative alla presentazione di "una notifica fuorviante a norma dell'articolo 27, paragrafo 1" circa la conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS[107] e al mancato adempimento "agli obblighi di cui all'articolo 27, paragrafo 4", riguardanti la notifica della perdita di status STS di una cartolarizzazione che, fino ad allora, lo era stata[108].

Ipotesi "di chiusura" è quella per la quale va sanzionato da parte di uno Stato Membro il terzo il quale - autorizzato ai sensi dell'articolo 27, par. 2, a verificare che la cartolarizzazione sia conforme ai requisiti STS - non abbia "notificato le modifiche sostanziali delle informazioni fornite a norma dell'articolo 28, paragrafo 1"[109], o "qualsiasi altro cambiamento che, per quanto si può ragionevolmente ritenere, incide sulla valutazione della sua autorità competente"[110].

Gli Stati membri provvedono altresì a che le sanzioni amministrative e/o i provvedimenti correttivi siano effettivamente attuati.

Le sanzioni e le misure sono efficaci, proporzionate e dissuasive.

La gamma di sanzioni, che in relazione alle violazioni amministrative, possono essere applicate, è lasciata al potere discrezionale dello Stato Membro, anche se il legislatore unionale vuole evitare una griglia troppo limitata. Ne consegue che un livello minimo di sanzioni dovrà essere legiferato da ciascuno Stato Membro; più in particolare, per effetto dell'art. 32, par. 2, Regolamento Cartolarizzazioni, si segnalano:

– una sorta di biasimo scritto, più precisamente "una dichiarazione pubblica indicante l'identità della persona fisica o giuridica e la natura della violazione [..]"[111];

---

[106] Lett. e), art. 32, *ibidem*.
[107] Lett. f), art. 32, *ibidem*.
[108] Lett. g), art. 32, *ibidem*.
[109] Lett. h), art. 32, *ibidem*.
[110] Lett. h), seconda parte, art. 32, Regolamento Cartolarizzazioni.
[111] Art. 32, par. 2, lett. a), *ibidem*.

- una inibitoria, ergo "un ordine che impone alla persona fisica o giuridica di porre termine al comportamento in questione e di astenersi dal ripeterlo"[112];
- una interdizione di natura professionale, più precisamente "l'interdizione temporanea, nei confronti di un membro dell'organo di amministrazione del cedente, del promotore o della SSPE o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni di gestione in tali imprese"[113].

Nel caso poi in cui la violazione abbia riguardato le "notifiche" - tanto quella fuorviante di qualità STS della cartolarizzazione, quanto quella omissiva di cessazione dello stato - si prevede l'inibitoria temporanea, dunque "il divieto temporaneo nei confronti del cedente e del promotore di notificare ai sensi dell'articolo 27, paragrafo 1, che una cartolarizzazione soddisfa i requisiti stabiliti agli articoli da 19 a 22 o agli articoli da 23 a 26"[114].

Le rimanenti lettere da e) a h) disciplinano le sanzioni di natura meramente pecuniaria che, ancora *de minimis*, gli Stati Membri devono approntare. In particolare, nel caso di persona fisica, "sanzioni amministrative pecuniarie massime di almeno [5.000.000 di Euro] o, negli Stati membri la cui moneta non è l'euro, di valore corrispondente nella valuta nazionale al 17 gennaio 2018"[115]. Nel caso poi di persona giuridica, si prevedono "sanzioni amministrative pecuniarie massime di almeno [5.000.000 Euro] o, negli Stati membri la cui moneta non è l'euro, di valore corrispondente nella valuta nazionale al 17 gennaio 2018 oppure una sanzione amministrativa pecuniaria fino al 10 % del fatturato netto annuo totale della persona giuridica che risulta dall'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di amministrazione[116].

---

[112] Art. 32, par. 2, lett. b), *ibidem*.

[113] Art. 32, par. 2, lett. c), *ibidem*.

[114] Art. 32, para 2, lett. d), *ibidem*.

[115] Per effetto dell'art. 32, par. 2, lett. e), *ibidem*.

[116] Ciò discende dall'art. 32, par. 2, lett. f), *ibidem*.

Fa da corredo a tale previsione normativa il successivo precetto (lett. f) seconda parte) per effetto del quale "se la persona giuridica è un'impresa madre o una filiazione dell'impresa madre soggetta all'obbligo di redigere il bilancio consolidato in conformità della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (35), il relativo fatturato netto annuo totale è il fatturato annuo totale o il tipo di reddito corrispondente in base agli applicabili atti legislativi in materia contabile che risulta nell'ultimo bilancio consolidato disponibile approvato dall'organo di amministrazione dell'impresa madre capogruppo".

Le sanzioni amministrative si chiudono con le previsioni che sanciscono che, ove il beneficio derivante dalla violazione della sanzione possa essere determinato, le sanzioni amministrative pecuniarie massime saranno pari ad almeno il "doppio dell'ammontare del beneficio derivante dalla violazione", anche se ciò dovesse determinare il superamento dei limiti edittali testè analizzati[117]. Nel caso poi di violazione di cui allo stesso art. 32, par. 1, lett. f,), la sanzione sarà quella della "revoca temporanea dell'autorizzazione"[118].

In generale il quadro sanzionatorio che viene predisposto dal legislatore unionale è molto ampio, con materia demandata agli Stati Membri, circa la disciplina di dettaglio, anche se un *levelled playing-field* è predisposto *ex ante* dal legislatore unionale. Norme di adattamento tengono poi conto dello specifico operare delle persone giuridiche. Ne consegue[119] che "ai membri dell'organo di amministrazione e alle altre persone responsabili della violazione ai sensi della normativa nazionale" andranno applicate le sanzioni, nel rispetto delle "condizioni previste dalla normativa nazionale". Quest'ultimo inciso può destare alcune perplessità. Infatti, in Paesi come l'Italia che hanno implementato il framework della responsabilità amministrativa degli enti, le sanzioni amministrative si applicheranno senz'altro. Per contro, per quegli Stati che non vi abbiano provveduto affatto, o non così nitidamente, vi è una teorica via di uscita: l'obiezione che le condizioni della normativa nazionale non consentano l'applicazione piena del meccanismo sanzionatorio per gli organi apicali delle persone giuridiche. Ciò non sembra del tutto condivisibile: il *modus operandi* del legislatore di Bruxelles, che permette a quelle entità giuridiche di Paesi che non riconoscano così nitidamente il concetto di responsabilità amministrativa dell'ente, contribuisce a mantenere quel "*unleveled playing field*" che proprio la UE ed il proprio apparato normativo dovrebbe scongiurare[120].

---

[117] Art. 32, lett. g), Regolamento Cartolarizzazioni

[118] Art. 32, lett. h), Regolamento Cartolarizzazioni di cui all'articolo 28, di terzi autorizzati a verificare la conformità di una cartolarizzazione agli articoli da 19 a 22 o agli articoli da 23 a 26.

[119] Art. 32, par. 3, Regolamento Cartolarizzazioni.

[120] È anche da citare l'ultimo paragrafo dell'art. 32 (par. 4) il quale dispone quanto segue:

"Gli Stati membri assicurano che la decisione che impone sanzioni amministrative o provvedimenti correttivi di cui al paragrafo 2 sia motivata adeguatamente e soggetta al diritto di ricorso".

L'articolo 33, rubricato "Esercizio del potere d'imporre sanzioni amministrative e provvedimenti correttivi", prescrive che le autorità competenti "esercitano il potere d'imporre le sanzioni amministrative e i provvedimenti correttivi di cui all'articolo 32 conformemente al rispettivo ordinamento giuridico nazionale: a) direttamente; b) in collaborazione con altre autorità; c) sotto la propria responsabilità con delega ad altre autorità; d) rivolgendosi alle competenti autorità giudiziarie.

L'art. 33, al successivo par. 2, prescrive invece che, al fine di "stabilire il tipo e il livello della sanzione amministrativa o del provvedimento correttivo imposti a norma dell'articolo 32", l'autorità competente dovrà tenere conto del fatto che la violazione sia "intenzionale" ovvero "dovuta a negligenza" nonché "di tutte le altre circostanze pertinenti[121].

Le perplessità prima sollevate circa il *modus operandi* del nuovo quadro unionale vengono confermate all'art. 34, rubricato "Sanzioni penali". Da questo sembra comprendersi che gli "Stati membri possono decidere di non prevedere norme in materia di sanzioni amministrative o provvedimenti correttivi per le violazioni punibili con sanzioni penali a norma del diritto nazionale". Premesso che la prima parte del precetto è estremamente criptico, la seconda parte per contro si presta ad una necessaria esegesi. È dunque possibile per lo Stato Membro non implementare un regime penale, dovendosi in tal caso quello amministrativo valutarsi sufficiente. In proposito si può richiamare la dottrina generale, e considerare che in realtà, anche a vedere il *quantum* delle sanzioni amministrative (fino a 5.000.000 di euro), le stesse potrebbero già avere, per una persona giuridica, una colorazione penale.

Al di là di ciò, è da ritenere che, ove la scelta dello Stato Membro sia quella di applicare le sanzioni penali (per le violazioni di cui all'art. 32, paragrafo 1, dunque quelle "fondamentali" già esaminate), gli Stati membri provvedono affinché siano messe in atto misure adeguate per far sì che le autorità competenti dispongano di tutti i poteri necessari

[121] Tra queste: "a) la rilevanza, la gravità e la durata della violazione; b) il grado di responsabilità della persona fisica o giuridica responsabile della violazione; c) la capacità finanziaria della persona fisica o giuridica responsabile; d) l'entità dei profitti realizzati o delle perdite evitate dalla persona fisica o giuridica responsabile, nella misura in cui possano essere determinati; e) le perdite subite da terzi a causa della violazione, nella misura in cui possano essere determinate; f) il grado di cooperazione che la persona fisica o giuridica responsabile dimostra nei confronti dell'autorità competente, ferma restando la necessità di garantire la restituzione dei profitti realizzati o delle perdite evitate; g) le violazioni commesse in precedenza dalla persona fisica o giuridica responsabile".

per stabilire contatti con le autorità giudiziarie, le autorità di esercizio dell'azione penale o di giustizia penale della loro giurisdizione, al fine di ricevere informazioni specifiche sulle indagini o sui procedimenti penali avviati per violazioni di cui all'articolo 32, paragrafo 1". Fa da corredo a ciò l'esigenza che tali informazioni circa l'illecito siano trasmesse "alle altre autorità competenti, come pure all'ESMA, all'EBA e all'EIOPA in modo che possano adempiere all'obbligo di cooperazione ai fini del presente regolamento".

Nell'ambito di tale fondamentale impianto sanzionatorio, tanto amministrativo quanto penale, il quadro normativo finale sembra fare da automatico completamento dei principi fissati dal legislatore. In particolare, si segnala la esigenza di cooperazione fra autorità e comminatoria di sanzioni amministrative.

Ai sensi dell'art. 35, "Obblighi di notifica", gli Stati membri notificano alla Commissione, all'ESMA, all'EBA e all'EIOPA "le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative adottate in attuazione del presente capo, incluse le eventuali norme di diritto penale pertinenti [..]": ciò avrebbe dovuto avvenire entro il 18 gennaio 2019, data di entrata in vigore del Regolamento Cartolarizzazione. Per effetto della seconda parte dell'art. 35, vengono notificate "senza indebito ritardo tutte le successive modifiche alla Commissione, all'ESMA, all'EBA e all'EIOPA".

La cooperazione sembra essere il pilastro su cui si fonda il regime delle nuove cartolarizzazioni. Su ciò si incentra l'art. 36, Regolamento Cartolarizzazioni. In primo luogo (par. 1), sia le autorità competenti designate a svolgere il ruolo di *securitisation supervisor* in ciascuno Stato Membro sia le autorità "finanziario-normative" (ESMA, l'EBA e l'EIOPA) "procedono" (*verbatim*, si suppone all'adempimento delle proprie funzioni) "in stretta cooperazione", scambiandosi informazioni ai fini dell'assolvimento dei propri compiti.

Il successivo par. 2, art. 36, prevede anche che la cooperazione abbia finalità di "*regulation*", atteso che il coordinamento sarà finalizzato a "rilevare e correggere le violazioni del [..]regolamento [UE sulle cartolarizzazioni], "sviluppare e promuovere migliori pratiche", "agevolare la collaborazione", "promuovere la coerenza dell'interpretazione e provvedere a valutazioni tra giurisdizioni in caso di disaccordo".

Interessante poi è l'istituzione di un "comitato specifico per le cartolarizzazioni nel quadro del Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza". In esso, si presume ed il legislatore unionale espressamente auspica, "le autorità competenti operano uno stretto coordinamento ai

fini dell'assolvimento dei compiti previsti agli articoli da 30 a 34 [del Regolamento Cartolarizzazioni].

Conformemente al par. 4, art. 36, ove "un'autorità competente constata che uno o più dei requisiti di cui agli articoli da 6 a 27 sono stati violati o se ha motivo di ritenere che siano stati violati", la stessa "comunica le proprie constatazioni, in modo sufficientemente circostanziato, all'autorità competente del soggetto o dei soggetti sospettati della violazione. Le autorità competenti interessate operano uno stretto coordinamento dell'attività di vigilanza al fine di assicurare la coerenza delle decisioni".

L'art. 36, par. 5, dispone poi che, ove "la violazione del presente articolo, paragrafo 4, riguardi in particolare una notifica a norma dell'articolo 27, paragrafo 1, inesatta o fuorviante", vi è una sorta di interazione fra Autorità competenti. Più in particolare, "l'autorità competente che rileva la violazione notifica senza indugio le proprie constatazioni all'autorità competente del soggetto designato quale primo referente ai sensi dell'articolo 27, paragrafo 1". Ad esempio, se l'autorità che rileva la violazione è quella dove ha sede il veicolo che emette i titoli cartolarizzati, in quanto il cedente e lo *sponsor* hanno effettuato una comunicazione fuorviante circa il portafoglio oggetto di cartolarizzazione, la prima autorità comunicherà ciò alle due Autorità, quella dove ha sede il cedente, quella ove ha sede lo *sponsor*. L'autorità competente del soggetto designato quale primo referente, dunque nella nostra simulazione sia quella dello *sponsor* sia quella del cedente, ai sensi dell'articolo 27, paragrafo 1, informano a loro volta l'ESMA, l'EBA e l'EIOPA, e segue la procedura di cui al paragrafo 6 del presente articolo.

Molto rapido sembra essere, sulla scorta delle previsioni unionali, il tempo di reazione dell'Autorità competente del soggetto sospettato della violazione. Questa, entro 15 giorni lavorativi, adotterà "tutte le misure necessarie per rettificare la violazione rilevata e ne dà notifica alle altre autorità competenti interessate, in particolare alle autorità competenti del cedente del promotore e della SSPE e alle autorità competenti dei detentori delle posizioni verso la cartolarizzazione, se noti".

Da ciò dovrebbe scaturire un "ping-pong" delle Autorità interessate. "Se un'autorità competente è in disaccordo con la procedura seguita o il contenuto di una misura adottata da un'altra autorità competente o con l'assenza di intervento da parte di quest'ultima, notifica senza indebito ritardo il disaccordo a tutte le altre autorità competenti interessate". Se la controversia non è risolta entro tre mesi dalla data di notifica a tutte le autorità competenti interessate, la questione è rinviata all'ESMA con-

formemente all'articolo 19 e, se del caso, all'articolo 20 del regolamento (UE) n. 1095/2010. Il periodo di conciliazione, di cui all'articolo 19, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 1095/2010, è di un mese.

L'ESMA a questo punto assumerà non tanto un ruolo dirimente, di giudice fra Autorità decidenti, quanto piuttosto suppletivo. Infatti, il mancato raggiungimento nei termini dell'accordo fra Autorità competenti, fa sì che l'ESMA adotti la decisione di cui all'articolo 19, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 1095/2010 entro un mese. Durante la procedura di cui al presente articolo, "una cartolarizzazione che figuri nell'elenco pubblicato dall'ESMA ai sensi dell'articolo 27 del presente regolamento continua a essere considerata una STS ai sensi del capo 4 del presente regolamento ed è mantenuta in detto elenco".

Viene previsto anche un ravvedimento operoso che i player della cartolarizzazione oggetto di indagine possono porre in essere. Infatti, ove la violazione da parte di questi sia ritenuta dovuta all'inosservanza in buona fede dell'articolo 18, le Autorità competenti possono decidere di concedere fino a 3 mesi al cedente, al promotore e alla SSPE per correggere la violazione rilevata; tale periodo ha inizio il giorno in cui l'autorità competente informa tali soggetti. Durante tale periodo una cartolarizzazione che figuri nell'elenco pubblicato dall'ESMA ai sensi dell'articolo 27 continua ad essere considerata una STS ai sensi del capo 4 ed è mantenuta in detto elenco.

Da ultimo, viene previsto (art. 27, par. 6, ultima parte, del Regolamento Cartolarizzazioni) che, ove una o più autorità competenti interessate "siano del parere che la violazione non sia stata corretta adeguatamente entro il periodo di cui al terzo comma", si applica il primo comma[122].

---

[122] Le ultime disposizioni (paragrafi 7 e 8) sembrano di tipo operativo.

Ai sensi del par. 7:

"Tre anni dopo la data di applicazione del presente regolamento, l'ESMA effettua una verifica inter pares, conformemente all'articolo 30 del regolamento (UE) n. 1095/2010, in merito all'attuazione dei criteri stabiliti agli articoli da 19 a 26 del presente regolamento."

Ai sensi del successivo par. 8:

"L'ESMA elabora, in stretta cooperazione con l'EBA e l'EIOPA, progetti di norme tecniche di regolamentazione per precisare l'obbligo generale di cooperazione, le informazioni che devono essere scambiate a norma del paragrafo 1 e gli obblighi di notifica a norma dei paragrafi 4 e 5.

L'ESMA presenta, in stretta cooperazione con l'EBA e l'EIOPA, detti progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione il 18 gennaio 2019.

2.8. Segue: *La pubblicazione delle sanzioni amministrative*

Il tema della pubblicazione delle sanzioni amministrative è uno dei più cruciali. È disciplinato dall'art. 37, Regolamento Cartolarizzazioni.

Ai sensi del par. 1 dell'art. 37, il quale si occupa di questa specifica materia, le autorità competenti di ciascuno Stato devono pubblicare "come minimo e senza indebito ritardo" sui propri siti web ufficiali, "le decisioni che impongono sanzioni amministrative non soggette a ricorso e imposte per violazione dell'articolo 6, dell'articolo 7, dell'articolo 9 o dell'articolo 27, paragrafo 1". Ciò tuttavia deve avvenire non prima che le stesse siano state notificate al destinatario. Il contenuto di tale pubblicazione, di cui all'art. 37, par. 2, dovrà comprendere una serie di informazioni essenziali, concernenti il "tipo e la natura della violazione", la "identità dei responsabili" e le "sanzioni imposte". La pubblicazione risponde ad un criterio di deterrenza che dovrebbe dissuadere gli operatori dal violare le disposizioni accennate, dato che diversamente gli stessi incorrerebbero in un grave danno reputazionale.

L'art. 37, par. 2, prosegue poi, prevedendo che l'Autorità possa fare una eccezione a tale disposizione, sulla scorta della valutazione del singolo caso" allorquando ritenga (par. 3 dell'art. 37) che "la pubblicazione dell'identità, nel caso di una persona giuridica, o dell'identità e dei dati personali, nel caso di una persona fisica, sia sproporzionata.". Accanto al parametro della "sproporzione", le motivazioni che, con riferimento sia alla persona fisica che a quella giuridica, possono portare ad una esenzione della pubblicazione, sono riconducibili alla compromissione della "stabilità dei mercati finanziari", ovvero ad "un'indagine penale in corso", ovvero a "danni sproporzionati alle persone interessate nella misura in cui possono essere calcolati".

In tal senso le autorità competenti potrebbero: differire "la pubblicazione della decisione che impone la sanzione amministrativa fino a che non vengano meno le ragioni della mancata pubblicazione", ovvero pubblicare "la decisione che impone la sanzione amministrativa in forma anonima conformemente al diritto nazionale", ovvero, finanche non pubblicare affatto "la decisione che impone la sanzione amministrativa", ove le precedenti opzioni (differimento ovvero esenzione) fossero non prudenti. Il Regolamento Cartolarizzazioni prevede da ultimo la

---

Alla Commissione è conferito il potere di integrare il presente regolamento mediante l'adozione delle norme tecniche di regolamentazione di cui al presente paragrafo conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010".

possibilità di non pubblicare affatto la decisione che impone la sanzione amministrativa ove le dette opzioni "siano ritenute insufficienti ad assicurare: i) che non sia messa a rischio la stabilità dei mercati finanziari; o ii) la proporzionalità della pubblicazione della decisione rispetto alle misure ritenute di natura minore"[123].

La funzione di deterrenza e di *moral persuasion*[124] è confermata dall'art. 37, par. 5, ai sensi del quale le autorità competenti "provvedono a che le informazioni pubblicate di cui ai paragrafi da 1 a 4 restino sul loro sito web ufficiale per almeno cinque anni dopo la pubblicazione". I dati personali contenuti nella pubblicazione sono conservati sul sito web ufficiale dell'autorità competente unicamente per il periodo necessario conformemente alle norme applicabili in materia di protezione dei dati.

Ai sensi dell'art. 37, par. 6, l'ESMA viene informata da parte delle autorità competenti "di tutte le sanzioni amministrative imposte, compresi gli eventuali ricorsi e il relativo esito". L'impianto sanzionatorio si chiude con l'art. 37, par. 7, che prevede che l'ESMA tenga una banca dati centrale "in cui registra le sanzioni amministrative che le sono comunicate". L'accessibilità a tale banca dati non è pubblica, bensì consentita solo alle autorità regolamentari europee, in materia finanziaria e bancaria: ESMA; EBA; EIOPA, nonché alle autorità competenti. Tale banca dati è aggiornata "sulla base delle informazioni fornite dalle autorità competenti [..]", come dallo stesso Regolamento Cartolarizzazioni.

[123] Fa da corollario a ciò l'art. 37, par. 4: "Nel caso in cui si decida di pubblicare la sanzione in forma anonima, la pubblicazione dei dati d'interesse può essere rimandata. Laddove un'autorità competente pubblichi una decisione che impone una sanzione amministrativa oggetto di ricorso dinanzi alla competente autorità giudiziaria, l'autorità competente aggiunge immediatamente sul proprio sito web ufficiale anche tale informazione e qualsiasi informazione successiva sull'esito del ricorso. Sul sito è altresì pubblicata l'eventuale decisione giudiziaria di annullamento della decisione che impone una sanzione amministrativa".

[124] Detta in Italia, più frequentemente, "*suasion*".

CAPITOLO III

Dal diritto privato al diritto pubblico delle *securitisation*

Sommario: 3.1. La *ratio essendi* di una *financial regulation* delle cartolarizzazioni. – 3.2. La *due diligence* fra *private law* e *regulation*. – 3.3. *Retention requirement* e l'insostenibile leggerezza della *legal opinion*. – 3.4. *Credit enhancement* e garanzia dello Stato (italiano). – 3.4.1. I *retention requirement* in merito al veicolo. – 3.4.2. Principali caratteristiche della garanzia dello Stato. – 3.4.3. Modalità della domanda. – 3.4.4. Requisiti di ammissibilità e di "mantenimento". – 3.4.5. Inefficacia della garanzia. – 3.4.6. I criteri della Banca Centrale Europea in merito ai *collateral*. – 3.4.7. Procedure per il rilascio della garanzia da parte del MEF. – 3.5. Il *sale and purchase agreement* e i *receivable*: dal *common law* al *civil law*. – 3.6. L'*originator*, i *debtor* e il *vehicle* nella cartolarizzazione "unionale". – 3.7. Investitori e tutele del mercato. – 3.8. I *bond* ed il *security trustee* nella cartolarizzazione "DOC". – 3.9. I *gatekeeper* nel contesto delle cartolarizzazioni unionali.

3.1. La ratio essendi di una financial regulation delle cartolarizzazioni

Si è evidenziato - ed in altra sede - che l'attività bancaria opaca è un concetto che vive ancora in una sua "infanzia" giuridica, sebbene ricorra e sia divenuto molto di moda nella letteratura del diritto dell'economia. Coniata meno di un decennio fa, tale definizione resta ancora avvolta nel dubbio, tanto da doversi tuttora chiedere se questa "creatura" riuscirà mai a raggiungere l'età del consenso. Gli stessi confini della nozione in discussione sono difficili da definire e identificare. Al di là della varietà di teorizzazioni, in alcuni casi non convincenti[1], richiamate in questo contributo, l'unica conclusione che pare plausibile

[1] Ad esempio, non persuade appieno la più recente definizione che identifica l'attività bancaria opaca come l'intermediazione svolta da veicoli (*conduit*) che non possono contare sulla rete di protezione pubblica. La risposta è che gli stessi intermediari tradizionali, quali le banche, non sarebbero necessariamente

è che l'attività bancaria opaca definisce *sic et simpliciter* il perimetro delle attività finanziarie che gli intermediari sono autorizzati a svolgere, in quanto le stesse non sono proibite, sebbene la disciplina normativa applicabile risulti vaga o finanche inesistente[2].

Da tali premesse metodologiche, si desume che le cartolarizzazioni, operazioni di fatto non regolate fino al 2008, sono ora al centro del palcoscenico di un reticolato molto stringente di norme. In proposito, la conclusione di questo lavoro, nel commentare il nuovo regolamento, è che tali operazioni beneficiano ora di una piena armonizzazione regolamentare, quanto meno nei Paesi del G20 e *in primis*, come lumeggiato, nella UE. In questo scenario, le cartolarizzazioni continueranno ad essere inondate dalla regolamentazione che si prevede essere meno settoriale e più uniforme, così come ora fa il nuovo testo legislativo in tema di Regolamento UE. Il fine ultimo della legislazione in esame è quello di rendere ufficiale un processo che nell'ultimo quinquennio è stato utilizzato nella prospettiva di rendere il mercato dei titoli cartolarizzati semplici, trasparenti e standardizzati[3]. I requisiti prescritti per le cartolarizzazioni "STS" si orienteranno principalmente verso due categorie di cartolarizzazioni: quelle a lungo periodo, e quelle a breve[4]. Ad onta di ciò, entrambe, senza distinzione, devono essere implementate sulla base dei requisiti regolamentari esistenti[5], in relazione alle raccomandazioni dell'*EBA* e secondo i parametri del *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) e della IOSCO[6].

Avuta presente la definizione di operazioni bancarie opache che si vanno a delineare – non particolarmente visionaria – è da ritenersi che tali "transazioni" (*rectius*, negozi giuridici) possano ora difficilmente essere qualificate quali operazioni appartenenti a tale categoria concettuale (appunto l'attività bancaria opaca). In un contesto pienamente armonizzato, ove le entità vigilate hanno così forti limiti ed oneri al fine di acquistare prodotti strutturati e dove i veicoli sono per certi versi supervisionati, il termine di attività bancaria opaca[7] può essere un abito

---

in grado di proteggere il depositante, quanto meno nell'UE, qualora la crisi dovesse risultare così vasta da colpire l'intero sistema bancario.

[2] Si potrebbe anche affermare che l'attività bancaria opaca sia quella svolta in aree in cui l'apparato della regolamentazione non è convenzionale.

[3] Proposta di Regolamento UE, art. 15.

[4] Le ABCP.

[5] In particolare, il fattore di copertura di liquidità e gli atti delegati della *Solvency II*.

[6] Proposta di Regolamento UE, art. 15.

[7] Appunto, il più noto *shadow banking*.

che risulta troppo stretto per un corpo che nel frattempo ha raggiunto la piena maturità. Alla luce di quanto detto, vi possono essere due *caveat* di tipo metodologico. In primo luogo, una legislazione ipertrofica del sistema bancario e finanziario non necessariamente previene le crisi[8], anzi può dar luogo a crisi. In secondo luogo, una regolamentazione sbilanciata ed emozionale può finanche soffocare lo sviluppo e gli investimenti: le regole, incluse quelle sui mercati dei capitali, tendono a svolgere la loro funzione se aderiscono ai loro principi ispiratori nel lungo periodo di tempo[9]. Il mercato, e non i giuristi, saranno in grado di dire se la nuova legislazione europea in tema di cartolarizzazione, che si è qui esaminata, è inficiata da tali vizi.

La *due diligence* costituisce una nozione legale che nelle operazioni di M&A è ampiamente accettata quale processo legale finalizzato a proteggere il compratore, in relazione ai rischi legali e contabili connessi alla successiva operazione di acquisizione. Nel nuovo Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni, la *due diligence* è l'elemento cardinale dell'investimento in prodotti cartolarizzati. La sua *ratio essendi*, le modalità e le garanzie sono discusse e analizzate alla luce dell'art. 5 del Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni. Data la natura delle operazioni di cartolarizzazione, principalmente transnazionali nelle loro implicazioni legali, è necessario effettuare, *ex ante*, una disamina del concetto privatistico di *legal opinion*, il documento usualmente richiesto dall'arranger al consulente legale, prima della conclusione delle operazioni.

Di seguito alla crisi finanziaria del 2007/2008, i *retention requirement* sono stati introdotti nella legislazione quale panacea per diverse anomalie esistenti nelle operazioni di cartolarizzazione. I *retention requirement* si traducono in un obbligo che incombe su *originator/arranger*, in via alternativa, di mantenere un interesse economico netto nella cartolarizzazione, nella misura pari ad almeno il 5%, per evitare ogni possibile rischio di divergenza di interessi con gli investitori. Un tale obbligo è stato inizialmente identificato dal G20 ed immediatamente

---

[8] L. Enriques, *'Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Regulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 2009, p. 1147 ss. Per un'analisi più in generale del ruolo svolto dal mercato, si veda R. Romano, *Further Assessment of the Iron Law of Financial Regulation: a Postscript of Regulation in the Dark*', in ECGI Law Working Paper No. 273/2014, reperibile su papers.ssrn.com.

[9] F.A. Hayek, *Law, Legislation, and Liberty. Volume II. The Mirage of Social Justice*, Chicago, 1976, p. 29.

dopo inserito nella legislazione al fine di proteggere il principio di trasparenza e, quale riflesso di ciò, dei mercati finanziari.

Un riferimento ampio è fatto ad alcuni aspetti negativi che possono originare da tale legislazione, ed il modo migliore per colmare le lacune. Fra questi, è possibile menzionare una previsione legale che, in prospettiva, *de lege ferenda*, potrebbe rendere i *retention requirement* obbligatori solo per gli *arranger*, ma non anche per gli *originator*, al fine di assicurare che l'interesse dell'*originator* non pregiudichi alcuni principi, quali ad esempio il principio della *true sale* e la *bankruptcy remoteness*.

3.2. La due diligence *fra* private law *e* regulation

Per quanto riguarda la *due diligence*[10], è da osservare, preliminarmente, che le operazioni di cartolarizzazione, per la loro complessità, vengono a volte effettuate dagli operatori del mercato senza avere piena consapevolezza del rischio dell'investimento[11]. Una siffatta situazione caratterizza in generale il "sistema bancario opaco" ma più specificamente il mercato delle cartolarizzazioni, ove gli investitori frequentemente devono contare su oscuri modelli matematici[12] o finanche su approssimazioni di massima[13]. Sebbene non venga fornita una definizione di dovuta diligenza, la *ratio essendi* di questa previsione deve farsi rientrare, per quanto riguarda appunto le cartolarizzazioni, nel più ampio concetto di trasparenza e di standardizzazione, *conditio sine qua non* affinché gli investitori, particolarmente quelli qualificati, possano assumere "decisioni di investimento informate coerenti con la normativa di comunicazione di quel Paese"[14]. Al fine di definire puntualmente

[10] L'espressione *"due diligence"* crea qualche imbarazzo linguistico nella lingua italiana, in quanto sembra difficile trovarne la stessa declinazione al maschile o femminile. Pare si possano usare entrambe, in quanto quella al femminile sembrerebbe rispondere alla traduzione letterale nel femminile italiano "dovuta diligenza", mentre la declinazione al maschile sembra sottintendere il – maschile – "processo di *due diligence"*.

[11] S.L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, *cit*., p. 634.

[12] J.D. Coval, J. Jurek, E. Stafford, *The Economics of Structured Finance*, Harvard Business School, 2008, Working Paper No. 09-070, sottolineano che alla base della crisi del mercato finanziario del 2008 sono stati i prodotti strutturati, risultati più rischiosi rispetto a quanto pubblicizzato in origine.

[13] S.L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, *cit.*, p. 635.

[14] OICU-IOSCO, *op. cit.*, p. 49 (traduzione dall'inglese di chi scrive).

ogni rischio, specifiche previsioni legislative erano già in forza nella UE prima del Regolamento Cartolarizzazioni, seppur emanate dopo e per effetto della nota crisi finanziaria del 2007/2008 e gli obblighi ivi previsti erano applicabili ad ogni forma di trasferimento di rischio di esposizione (*exposure transferred risk*), fra cui per definizione le cartolarizzazioni. Questi obblighi erano previsti: dal CRR, per gli enti creditizi e le imprese di investimento; dal regolamento delegato (UE) n. 231/2013, per i gestori di fondi di investimento alternativi; fino al 31 dicembre 2018, dal Regolamento (UE) n. 35/2015, per le imprese di assicurazione e di riassicurazione.

Gli operatori del mercato finanziario dei prodotti strutturati – normalmente entità giuridiche e più specificamente entità finanziarie – possono essere raggruppati in una serie di subcategorie: 1) istituzioni finanziarie e imprese di investimento; 2) compagnie di assicurazione e fondi pensione; 3) gestori di fondi investimento alternativi. Prima della data di emanazione del Regolamento UE, vi era un certo disallineamento, per ciascuna categoria, in quanto, nell'ambito degli enti istituzionali, gli organismi di investimento collettivo mobiliare,[15] come anche quelli pensionistici aziendali o professionali,[16] non erano tenuti, dai rispettivi testi legislativi, ad osservare il requisito della giusta diligenza[17].

---

[15] Direttiva 2009/65/CE, in particolare art. 2, par. 1, lett. b).

[16] Direttiva 2016/2341/UE.

[17] Il concetto di *due diligence* obbligatoria di cui al Regolamento Cartolarizzazioni non costituisce una novità della *regulation* europea. Una recente legislazione unionale (European Banking Authority, *Final Report on EBA Draft Guidelines on outsourcing arrangements,* 25 febbraio 2019) prevede una *due diligence* prima che un contratto di *outsourcing* bancario venga stipulato da un intermediario bancario. Ciò sembra il segno evidente che il legislatore bancario europeo sembra vieppiù sensibile alla tematica in parola. La *due diligence*, espressione che è sempre più in auge nel lessico e nell'impianto normativo bancario della UE, rappresenta la *conditio sine qua non* per l'affidamento dell'incarico al *service provider*. La stessa *due diligence* potrebbe rappresentare per il danneggiato parametro utile cui ancorare in modo più accurato e più preciso l'azione risarcitoria. Sebbene sia evidente che la gran parte delle Istituzioni già era allineata a tale *modus operandi*, sembra potersi affermare che la prassi viene resa di fatto regola operativa.

Peraltro, in un settore quale quello bancario i cui margini di profitto si sono alquanto ridotti, resta innegabile che tale disciplina accentua senz'altro i costi, rendendo l'operatività più complessa per gli operatori meno significativi. Essendo questo scritto meditato fra Regno Unito e Italia, una ulteriore perplessità è costituita dal fatto che il processo Brexit, con la possibile uscita

Il Regolamento Cartolarizzazioni (art. 5, rubricato "Obblighi di *due diligence* per gli investitori istituzionali") prevede che l'investitore istituzionale, prima ancora di concretizzare l'operazione di investimento – ove sia diverso dal cedente, dal promotore o dal prestatore originario –, deve verificare una serie di elementi, da ritenersi tutti concorrenti, indicati al par. 1 dell'articolo in discussione. Detti obblighi di verifica sono stati definiti, nei primi commenti in Italia, quali obblighi di dovuta diligenza prodromici all'investimento. L'effetto prodromico sembrerebbe connesso con gli obblighi di cui allo stesso Regolamento Cartolarizzazioni, ridondanti principalmente nella reportistica post acquisizione, come di seguito evidenziato.

Con riferimento agli obblighi di dovuta diligenza che precedono l'investimento, occorre focalizzarsi esclusivamente sugli aspetti più rilevanti, tra cui l'obbligo di verificare che: le esposizioni da cartolarizzare siano state originate dal cedente nel corso della sua ordinaria attività; il cedente, promotore o prestatore originario, abbia adempiuto l'obbligo di mantenimento, in misura percentuale non inferiore al 5%; il cedente, promotore o la società veicolo, ove l'obbligo sia applicabile, metta a disposizione le informazioni di cui all'art. 7 del Regolamento Cartolarizzazioni. Da ultimo l'investitore istituzionale deve procedere ad un'attenta valutazione di tutti i rischi insiti nell'operazione, con riferimento a vari fattori, fra cui: la qualità dell'attivo cartolarizzato (requisito qualitativo); le modalità di strutturazione dell'operazione (requisito strutturale).

Per quanto invece riguarda gli obblighi di dovuta diligenza successivi all'investimento, essi sono ritenuti dal Regolamento UE non meno importanti e stringenti. L'investitore istituzionale sarà tenuto a verificare la prestazione della posizione cartolarizzata ed anche predisporre i relativi presidi di verifica con procedure che consentano di monitorare la posizione di rischio. Senza addentrarsi nella "foresta tropicale"

"*soft*" della Gran Bretagna, potrebbe incentivare il paventato "*race to the bottom*". La Gran Bretagna, ad esempio, pur sempre parte di una custom union e con un regime *ad hoc* in tema di mercato, è esentata dalle linee guida EBA, dunque fautrice di un regime "*liberal*", potrebbe fare concorrenza normativa al Continente. Per un commento in tema di *outsourcing* bancario, cfr. A. Sacco Ginevri, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in AA.VV., *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, a cura di V. Falce, G. Finocchiaro, Bologna, 2019, pp. 205 ss.; P. de Gioia Carabellese, *I contratti di esternalizzazione dei soggetti vigilati: normativa; potere sanzionatorio delle autorità. Il Provvedimento EBA nella Filosofia del Single Supervisory Mechanism e in relazione alla normativa italiana*, in *Contratto e impresa*, 2019, pp. 1029-1081.

normativa, si possono citare le procedure che concernono il profilo di rischio dell'operazione, come lo stress test che l'investitore deve effettuare e che, qualora relativo a cartolarizzazione interamente garantita, dovrà riguardare la solvibilità e la liquidità del promotore, in quanto possono costituire elementi di rischio. Se invece la cartolarizzazione non è interamente garantita, il test riguarderà tanto i flussi di cassa quanto i valori delle garanzie fornite a sostegno delle posizioni sottostanti. I risultati delle verifiche effettuate sono da segnalare all'organo gestionale, verosimilmente in via periodica o, in ogni caso, quando vi sia un peggioramento dei relativi dati. Infine, in relazione all'attività di accertamento dell'autorità di vigilanza, il Regolamento Cartolarizzazioni prescrive che il soggetto vigilato fornisca una segnalazione accurata dell'operazione di investimento come anche dei connessi rischi.

Come sopra osservato, la *due diligence* costituisce una nozione legale che nelle operazioni di M&A è ampiamente accettata quale processo legale finalizzato a proteggere il compratore, a fronte dei rischi legali e contabili insiti nella successiva operazione di acquisizione. Solitamente, nella prassi degli affari ma anche nella disamina dottrinale, la *due diligence* si rapporta alla acquisizione di partecipazioni societarie[18]. Al-

[18] Per una disamina della figura della *due diligence*, per tutti G. Alpa, A. Saccomani, *Procedure negoziali*, due diligence *e memorandum informativi*, *cit.,* pp. 267-273. È correttamente osservato che la *due diligence*, quale "formula", è molto presente in Italia, "con la funzione di alludere non tanto al suo significato letterale, che riguarda il metro dovuto nel comportamento diligente di un operatore" (G. Alpa, A. Saccomani, *ibidem*, p. 268). Ove questa fosse l'unica prospettiva, la *due diligence* si tradurrebbe in un parametro comportamentale, alla stregua delle responsabilità per dolo o colpa, ma senza un vero perimetro oggettivo. Piuttosto, si tratta di quell'insieme di attività, "svolte dal potenziale acquirente-venditore, direttamente o per il tramite di professionisti, [i legali *in primis*], in vista od in seguito all'acquisizione di azioni o quote di società".

Sembra per contro evidenziare il carattere soggettivo, sotteso alla *due diligence*, chi, sempre nella dottrina italiana (L. Bragoli, *La* due diligence *legale nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, in *I Contratti*, 2007, p. 1125), sottolinea che la *due diligence* si riferisce "al livello di rigore e scrupolo professionale che il soggetto che conferisce l'incarico richiede al mandatario, cioè al soggetto incaricato dell'indagine e degli accertamenti, solitamente di natura preventiva, che hanno ad oggetto l'attività d'impresa rappresentata dal *target*." La *due diligence*, così configurata, risponderebbe piuttosto a quell'accertamento che, solitamente, il compratore effettua in merito ad una società obiettivo, e che è prodromico alla delibera di acquisizione, dunque uno stadio ancora precedente alla decisione finale assunta dall'acquirente. La vera

la luce delle categorie che gli studiosi, per vero non numerosi sul tema, hanno effettuato, si può ritenere che la *due diligence* cui si riferisce la dottrina in parola è quella cosiddetta *pre-acquisition*, fatta in sede di acquisizione della partecipazione, pertanto prima che l'acquisto medesimo sia perfezionato[19]. Una tale *due diligence* dovrebbe consentire di render note una serie di problematiche, concernenti le valutazioni ovvero le passività latenti, "che possono indurre il potenziale acquirente a chiedere una rettifica del prezzo concordato, ovvero una modifica dei termini contrattuali"[20]; essa sembra essere di tipo contabile e dunque un'*accounting due diligence*. Tuttavia, è anche imprescindibile una *legal due diligence*, la quale si appunta per contro sui profili di rischio legale, quali possibili controversie pendenti, questioni fiscali, ambientali e, *lato sensu*, tutte quelle concernenti la società da acquisire.

Da un punto di vista di *law and economics*, si condivide l'opinione di chi[21] ritiene che la *due diligence* relativa all'acquisizione di partecipazioni sociali risponda ad una esigenza di superamento di una asimmetria informativa in cui certamente incorre l'acquirente di una

---

due deligence, per contro, sembra porsi, cronologicamente, fra il momento di deliberazione e quello di acquisizione, essendo comunque il primo di solito condizionato, in via risolutiva, al positivo risultato, *outcome*, del secondo. Per una disamina del fenomeno, parallelo alla *due diligence*, del *gentlemen's agreement*, cfr. per tutti L. Di Donna, *Gentlemen's agreeements. Notazioni sulla fenomenologia degli accordi*, Napoli, 2013. Tale diverso fenomeno, privo di vincolatività negoziale, ma pur sempre prodromico alla stipula del contratto finale, viene definito ricondotto a quelle figure congegnate "in modo tale da raccogliere le clausole che le parti concordano per regolamentare la loro negoziazione e che, semmai, sono destinate a confluire nel contenuto del futuro contratto, ma che, essendo predisposte e formulate in un contesto che non è ancora giuridicamente vincolante, non sono portatrici di obblighi il cui inadempimento può essere sanzionato attraverso il ricorso all'intervento giudiziale e, così, attraverso l'impiego dei rimedi risolutori e risarcitori" (L. Di Donna, *Gentlemen's agreeements. Notazioni sulla fenomenologia degli accordi, cit.*, p. 7). Più recentemente, cfr. anche, a livello manualistico, F. De Marzio, *I vincoli non giuridici*, in *Diritto privato*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 2020, quale accordo che non dà luogo ad alcun vincolo contrattuale.

[19] Ad aver enucleato il concetto di *pre-acquisition due diligence*, nella dottrina italiana, sembra essere G. Carola, *Tipologie di* «due diligence»*: criteri di classificazione*, in *Diritto e Pratica delle Società*, 2005, p. 20 ss.

[20] G. Alpa, A. Saccomani, *Procedure negoziali*, due diligence *e memorandum informativi*, *cit.*, p. 268.

[21] V. Sangiovanni, Due diligence, *trattative e fattispecie di responsabilità civile*, in *Società*, 2011, p. 801.

tale partecipazione. Il compratore è soggetto estraneo all'impresa da acquisire, dunque la vera tematica che si pone per l'acquirente è che, "essendo generalmente un soggetto estraneo alla società bersaglio, non ne conosce le caratteristiche" [22]. In altre parole, l'assenza di verifiche preliminari comporterebbe per l'acquirente, in una fase successiva, l'esposizione a uno scenario diverso da quello ipotizzato, con perdite relative alla società, nell'esercizio che si chiude subito dopo l'acquisizione della partecipazione o poco oltre, che lo stesso non poteva aspettarsi.

È anche opportuno sottolineare che l'oggetto della *due diligence*, soprattutto per le acquisizioni societarie, riguarda una serie di aspetti o operatività dell'impresa da acquisire, la cui proprietà è rappresentata dai titoli oggetto di compravendita. In tal senso si parla, nella dottrina italiana[23], di *due diligence* avente ad oggetto lo *strategic business*, il *financial*, il *tax*, il *legal*, il *real estate*.

Volendo adattare le encomiabili risultanze della dottrina italiana al contesto di *common law*, soprattutto inglese, in cui il concetto in parola è nato, si può affermare che la *due diligence* cui si fa riferimento è quella *ex ante*, contrapposta a quella *ex post*, solitamente residuale. La *due diligence ex post*, essendo connessa ad un contesto in cui il contratto è concluso e le relative clausole sono già operative, dovrebbe risultare, fondamentalmente, assorbita nel perimetro dello stesso contratto, piuttosto che da un separato accordo, come è prassi in ipotesi di acquisizione. Va anche precisato che il contratto da concludersi è un contratto di compravendita, che nell'ambito del *common law*, quanto meno quello inglese (e scozzese), sarebbe il *sale and purchase agreement*. In un contesto italiano, il *sale and purchase agreement* è, in tutto e per tutto, il contratto di compravendita civilistico di cui agli artt. 1470 ss., c.c.[24]. La differenza sostanziale è che il *sale and purchase agremeent*, di cui al *common law*, non appartiene ad una specifica categoria contrattuale, dunque le parti ne fissano liberamente le clausole - ad esclusione di norme di natura inderogabile che discendono da (relativamente recenti) testi legislativi, fra cui quelli di tipo unionali - fin tanto che siano ap-

[22] V. Sangiovanni, *op.cit.*, p. 802.

[23] G. Alpa, A. Saccomani, *op. ult. cit.*, p. 269.

[24] Per commenti a livello manualistico sulla compravendita, cfr. A. Trabucchi, *Istituzioni di diritto privato*, 49° ed., *op. cit.,* pp. 1053-1095. Per una disamina sistematica della stessa, cfr. per tutti A. Luminoso, *La compravendita*, 9° ed., Torino, 2018.

plicabili in Gran Bretagna[25]. Peraltro, stante il processo Brexit, è ovvio che in futuro la possibilità di rimuovere detta normativa sarà ancora più agevole nel Regno Unito, non essendovi più l'obbligo di osservanza della legislazione europea.

Il processo di *due diligence*, storicamente una delle aree in cui l'autonomia dei privati è più forte, è ancor più oggetto di intervento da parte dal legislatore europeo, con una legislazione che interviene sul contenuto dello stesso, con precisazione delle attività che ne caratterizzano l'ambito, anche in via inderogabile rispetto alla pattuizione delle parti. La cartolarizzazione è sicuramente oggetto di un tale intervento da parte del legislatore unionale, in particolare in fase di acquisizione dei titoli cartolarizzati. I precetti che sono dettati vanno nel senso di rendere non solo obbligatorio l'*an*, ma anche il *quomodo* di tale attività pre-negoziale che, atipica ai sensi del diritto italiano, trova sempre di più una sua cittadinanza in ambito europeo.

È bene sottolineare ancora una volta, che nel nuovo Regolamento Cartolarizzazioni, la *due diligence* è l'elemento fondamentale dell'investimento in prodotti cartolarizzati e si applica a prescindere dal requisito di cartolarizzazione STS. In breve, e salvo approfondire la tematica in questo capitolo, ogni investitore istituzionale che voglia investire in titoli cartolarizzati, dovrà rispettare le regole e le procedure di cui all'art. 5.

L'importanza della due *diligence* è inferibile dall'art. 1 del Regolamento Cartolarizzazioni, rubricato "Oggetto e ambito di applicazione" che "stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione. Definisce la cartolarizzazione e stabilisce gli obblighi di *due diligence*, di mantenimento del rischio e di trasparenza incombenti alle parti che intervengono nelle cartolarizzazioni, i criteri per la concessione di crediti, i requisiti per vendere cartolarizzazioni a clienti al dettaglio, un divieto di ricartolarizzazione, i requisiti per le SSPE, nonché le condizioni e le

[25] Ad esempio, in Gran Bretagna, nel diritto scozzese, si parla di *"contracts which are contrary to public policy"*, dunque contrari a norme imperative (H.L. MacQueen, J. Thomson, *Contract Law in Scotland*, 6° ed., Edinburgh, 2020, pp. 336). È precisato nel concreto quali siano tali contratti:

"I contratti attualmente considerati quali illegali sulla base di considerazioni di ordine pubblico includono i contratti che: (i) interferiscono con il corso della giustizia (ad esempio, corrompere un testimone); (ii) ingannano le autorità pubbliche; (iii) eludono la giurisdizione delle corti; (iv) mirano ad acquisire onori; (v) comportano la negoziazione con il nemico; e (vi) comportano il compimento di atti illegali in uno Stato straniero [seppur] amico". (traduzione dall'inglese di chi scrive)

procedure relative ai repertori di dati sulle cartolarizzazioni. Instaura altresì un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate («cartolarizzazioni STS»)". Dunque, tra gli elementi fondamentali di una cartolarizzazione *STS* viene compreso lo stesso obbligo di *due diligence*, i cui requisiti di trasparenza sono essenziali affinché una operazione possa godere del marchio *"STS"*.

La *ratio essendi* della *due diligence* può esser colta chiaramente negli stessi considerandi del Regolamento Cartolarizzazioni e in almeno sei di essi in via diretta.

Il 9° 'considerando' suggerisce:

> "Non solo gli investimenti in cartolarizzazioni o le esposizioni verso di esse comportano che l'investitore si trovi esposto al rischio di credito dei prestiti o delle esposizioni sottostanti, ma la procedura di strutturazione delle cartolarizzazioni potrebbe comportare anche altri rischi: rischi di agenzia, rischio di modello, rischio giuridico e operativo, rischio di controparte, rischio di gestione (*servicing*), rischio di liquidità e di concentrazione. È essenziale pertanto che gli investitori istituzionali siano sottoposti a obblighi proporzionati di due diligence che consentano loro un'adeguata valutazione dei rischi derivanti da tutti i tipi di cartolarizzazioni, a beneficio degli investitori finali. La *due diligence* può così rafforzare anche la fiducia sia nel mercato sia tra i singoli cedenti, promotori e investitori. È necessario che gli investitori esercitino una due diligence adeguata anche riguardo alle cartolarizzazioni STS. Possono informarsi attraverso le informative emanate dalle parti che intervengono nella cartolarizzazione, in particolare la notifica *STS* e le collegate informazioni divulgate in tale contesto, da cui dovrebbero poter ricavare tutte le informazioni d'interesse sul modo in cui sono soddisfatti i criteri *STS*. Gli investitori istituzionali dovrebbero poter fare adeguato affidamento sulla notifica *STS* e sulle informative divulgate dal cedente, dal promotore e dalla società veicolo per la cartolarizzazione (*securitisation special purpose entity* – SSPE) riguardo alla conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS. Essi tuttavia non dovrebbero fare affidamento esclusivamente e meccanicamente su tale notifica e tali informative."

Il considerando in esame, dunque, si segnala nella materia della *due diligence*, in quanto sembra sancire (non si sa bene se con forma di precetto e, se sì, con quale portata) il principio della rilevanza pubblica di tale processo negoziale, particolarmente significativo per il mercato. Si

potrebbe interpretare il considerando, in uno con l'intero Regolamento Cartolarizzazioni, come volontà del legislatore unionale sia quella di "sdoganare" la *due diligence* dall'ambito privatistico, facendone assumere una connotazione accentuatamente pubblicistica.

Il 12° considerando continua ad essere focalizzato sulla *due diligence*, laddove prevede che:

> "La capacità degli investitori e dei potenziali investitori di esercitare la due diligence, e quindi di valutare con cognizione di causa il merito di credito dello strumento di cartolarizzazione, dipende dall'accesso che hanno alle informazioni su tali strumenti. È importante, basandosi sull'*acquis* vigente, instaurare un sistema globale in cui gli investitori e i potenziali investitori abbiano accesso a tutte le informazioni d'interesse per l'intera durata delle operazioni, alleviare i compiti di segnalazione a carico di cedenti, promotori e SSPE e facilitare l'accesso continuo, agevole e gratuito degli investitori a informazioni attendibili sulle cartolarizzazioni. Al fine di aumentare la trasparenza del mercato, è opportuno istituire un quadro per i repertori di dati sulle cartolarizzazioni al fine di raccogliere le pertinenti comunicazioni, principalmente sulle esposizioni sottostanti nelle cartolarizzazioni. Tali repertori di dati sulle cartolarizzazioni dovrebbero essere autorizzati e controllati dall'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) («ESMA») istituita dal regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio (6). Nello specificare i dettagli di tali compiti di segnalazione, l'ESMA dovrebbe garantire che le informazioni soggette all'obbligo di segnalazione ai repertori rispecchino il più possibile i moduli esistenti per la comunicazione di tali informazioni."

Il considerando in parola sembra sancire una correlazione fra *due diligence* e sua efficacia, in relazione alla reale disponibilità dei dati a disposizione dell'investitore. Il Regolamento Cartolarizzazioni, in proposito, anche grazie al robusto impianto sanzionatorio, sembra preoccuparsi della condotta del cedente in caso di omissioni, compreso il celare dati rilevanti da condividere dal *data room*.

Il 13° "considerando" contempla anche che:

> "L'obiettivo principale dell'obbligo generale per il cedente, il promotore e la SSPE di mettere a disposizione le informazioni sulle cartolarizzazioni tramite il repertorio di dati sulle cartola-

> rizzazioni è fornire agli investitori una fonte unica e controllata dei dati necessari per esercitare la due diligence. Le cartolarizzazioni private sono spesso su misura. Sono importanti perché consentono alle parti di effettuare operazioni di cartolarizzazione senza rivelare informazioni commerciali sensibili sull'operazione (ad esempio, rivelare che una determinata società necessita di finanziamenti per espandere la produzione o che una impresa di investimento sta entrando in un nuovo mercato nel quadro della sua strategia) e/o relative alle attività sottostanti (ad esempio sul tipo di crediti commerciali generati da un'impresa industriale) al mercato o ai concorrenti. In tali casi, gli investitori sono in contatto diretto con il cedente e/o il promotore e ricevono direttamente da questi le informazioni necessarie per esercitare la due diligence. Pertanto, è opportuno esentare le cartolarizzazioni private dall'obbligo di notificare a un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni le informazioni relative alle operazioni."

Il concetto di "fonte unica e controllata", utile a consentire la *due diligence*, di cui a tale ultimo considerando, potrebbe finanche rafforzare quella possibile interpretazione, anche vis-a-vis le corti, che la *due diligence* costituisca una operazione da effettuarsi in modo solidale dai soggetti obbligati e principali operatori (cedente, promotore, veicolo), con possibile responsabilità di tutti gli attori.

Non solo, vi sono ulteriori considerandi che meritano di essere richiamati. Il 27° considerando precisa che:

> "Per fare in modo che gli investitori esercitino una due diligence rigorosa e per facilitare la valutazione dei rischi sottostanti, è importante che le operazioni di cartolarizzazione siano garantite da portafogli di esposizioni omogenei per tipologia di attività: portafogli di prestiti su immobili residenziali, o portafogli di prestiti societari, prestiti su proprietà aziendali, leasing e linee di credito concessi ad imprese di una medesima categoria, o portafogli di prestiti per veicoli e leasing auto, o portafogli di linee di credito concessi a persone fisiche per finalità di consumo personale, familiare o domestico. Le esposizioni sottostanti non dovrebbero comprendere valori mobiliari ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), della direttiva 2014/65/UE. Al fine di tener conto di quegli Stati membri in cui è prassi comune che gli enti creditizi facciano ricorso a obbligazioni invece che a contratti di prestito per concedere crediti a società non finanziarie, dovrebbe essere possibile includere tali obbligazioni, a condizione che non siano quotate in una sede di negoziazione."

Inoltre, il 33° "considerando" prevede quanto segue:

> "Gli investitori dovrebbero esercitare in prima persona una due diligence proporzionata ai rischi insiti nell'investimento prospettato, ma dovrebbero poter contare sulle notifiche STS e sulle informazioni divulgate dal cedente, dal promotore e dalla SSPE riguardo alla conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS. Essi tuttavia non dovrebbero fare affidamento esclusivamente e meccanicamente su tali notifiche e informazioni."

Sebbene il considerando non sia particolarmente arduo da interpretare, lascia tuttavia spazio a meditazioni l'espressione "in prima persona", la quale, rapportata all'esercizio della *due diligence*, apre strade interpretative circa la possibilità che una tale attività possa essere effettuata per il tramite di soggetti diversi, quali ad esempio consulenti legali. Poiché la *due diligence* viene solitamente effettuata proprio da legali e tecnici, è evidente che il concetto "di prima persona" potrebbe avere una connotazione atecnica: sono gli organi apicali dell'investitore che devono effettuarlo, con deleghe all'interno della società acquirente da definirsi in anticipo, e con esclusione di *figurehead*, dunque di "teste di legno", o soggetti che operino senza una reale assunzione di responsabilità.

Ed infine deve richiamarsi il 49° considerando che prevede disposizioni di tipo transitorio[26].

---

[26] "Gli obblighi di due diligence che sono applicati conformemente alla vigente normativa dell'Unione prima della data di applicazione del presente regolamento dovrebbero continuare ad applicarsi alle cartolarizzazioni emesse a partire dal 1° gennaio 2011 e alle cartolarizzazioni emesse prima del 1° gennaio 2011 se sono state aggiunte o sostituite esposizioni sottostanti nuove dopo il 31 dicembre 2014. Le rilevanti disposizioni del regolamento delegato (UE) n. 625/2014 della Commissione (19) che precisano gli obblighi di mantenimento del rischio per gli enti creditizi e le imprese di investimento ai sensi del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (20) dovrebbero continuare ad applicarsi fino all'applicazione delle norme tecniche di regolamentazione sul mantenimento del rischio previste dal presente regolamento. Ai fini della certezza del diritto, per le posizioni verso la cartolarizzazione in essere alla data di applicazione del presente regolamento gli enti creditizi o le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le imprese di riassicurazione e i gestori di fondi di investimento alternativi dovrebbero rimanere assoggettati all'articolo 405 del regolamento (UE) n. 575/2013 e ai capi 1, 2 e 3 e all'articolo 22 del regolamento delegato

Sebbene la norma di cui all'art. 5, par. 1, sia rubricata "obblighi di due diligence per gli investitori istituzionali"; il primo paragrafo non sembra appartenere, *stricto sensu*, alla *sedes materiae* della *due diligence*. Trattasi piuttosto di requisiti di sussistenza che l'acquirente, che sia investitore istituzionale, deve verificare prima di acquisire una partecipazione in titoli cartolarizzati.

La previsione legislativa di cui all'art. 5, par. 1, stabilisce che l'investitore istituzionale, prima di "detenere una posizione verso la cartolarizzazione", deve verificare la sussistenza di una serie di elementi, tutti concorrenti. In particolare, l'assenza di uno dei requisiti fa sì che l'investitore istituzionale non possa procedere all'acquisto dei titoli cartolarizzati. È da notare che dalla verifica di tali requisiti risultano esenti investitori istituzionali che siano diversi dal cedente, dal promotore o dal prestatore originario.

Questi elementi sono sintetizzati alle lettere a) - e) dell'art. 5, par. 1. Il primo requisito è che il cedente o prestatore originario, pur stabilito nell'Unione Europea ma che non sia un ente creditizio, "concede tutti i crediti che danno luogo alle esposizioni sottostanti basandosi su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare e finanziare tali crediti e dispone di sistemi efficaci per l'applicazione di detti criteri e procedure [..]". La *ratio* della norma, limitata alle acquisizioni di cartolarizzazioni non bancarie, si giustifica per il fatto che il rispetto di criteri rigorosi nella concessione del credito, da ritenersi scontata per soggetti vigilati e bancari, non lo è tale per soggetti che siano al di fuori di tale perimetro. Pertanto, ove il soggetto cedente sia una impresa di assicurazione, dunque vigilata, pur stabilita nell'Unione, si richiederà che l'investitore istituzionale acquirente verifichi la sussistenza del requisito.

Al di là del fatto che il soggetto cedente sia vigilato, ove questi sia un ente extra UE, in quanto non abbia la sede legale e direzione generale nell'Unione, requisito essenziale della *due diligence* è la verifica da parte dell'investitore istituzionale del requisito di cui alla lett. b). Dunque, tutti i crediti che danno luogo alle esposizioni sottostanti devono basarsi "su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare e finanziare tali crediti". Non solo, ma il cedente deve disporre "di sistemi efficaci per l'applicazione di detti criteri [di concessione del credito] e procedure al fine di assicurare che

(UE) n. 625/2014, agli articoli 254 e 255 del regolamento delegato (UE) 2015/35 e all'articolo 51 del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione".

la concessione di crediti sia basata su una valutazione approfondita del merito di credito del debitore". In breve, investitori istituzionali insediati nell'Unione non possono investire in titoli cartolarizzati ad alto rischio. Diversamente, le – relativamente nuove - regole di tipo prudenziale applicabili agli intermediari finanziari, per effetto della normativa emanata dopo la crisi, sarebbero eluse, mercé l'ingresso di titoli della specie che finirebbero con il gonfiare il bilancio degli enti, principalmente vigilati, con attivi particolarmente rischiosi.

Inoltre, in base a quanto statuito all'art. 5 (par.1.c), l'investitore istituzionale deve verificare che il cedente, promotore o prestatore originario che è stabilito nell'Unione mantiene "su base continuativa un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione non inferiore al 5%", a norma dell'art. 6 e dovrà comunicare "il mantenimento del rischio all'investitore istituzionale", in conformità con l'art. 7 dello stesso Regolamento Cartolarizzazioni. Connessa a tale norma è quella di cui al successivo par. 1 d) dello stesso art. 5, in forza del quale il cedente, promotore o prestatore originario stabilito in un Paese terzo, "mantiene su base continuativa "un interesse economico netto rilevante non inferiore in ogni caso al 5%, determinato conformemente all'articolo 6 [dello stesso Regolamento Cartolarizzazioni]," con obbligo anche in questo caso di comunicazione del mantenimento del rischio agli investitori istituzionali.

Controversa potrebbe appalesarsi la disposizione ultima dell'art. 5, par. 1, lett. e), in cui si stabilisce che il cedente, promotore o il veicolo, ove applicabile, debbano mettere a disposizione "le informazioni previste dall'articolo 7 con la frequenza e secondo le modalità ivi stabilite." È vero che tale norma di trasparenza sia estremamente utile al fine di garantire che la *disclosure* da parte del veicolo sia rigorosa e puntuale. Peraltro, poiché la norma si applica tendenzialmente ad attività successiva alla stipula della eventuale acquisizione da parte dell'investitore istituzionale dei titoli cartolarizzati, la stessa dovrebbe ricollegarsi piuttosto ad una diversa *sedes materiae*, a quella di obblighi *ex post*, piuttosto che a quella della *due diligence*, che per definizione comprende attività prodromica alla stipula del contratto di acquisizione. La collocazione, non ortodossa, del precetto di cui alla lettera e) nell'ambito degli obblighi di *due diligence*, crea anche una situazione di imbarazzo esegetico: ove l'informativa non venga più osservata, in seguito all'acquisizione dei titoli, non è chiaro quale possa essere la "sanzione", ossia se ad esempio quella di invalidazione dell'acquisizione ovvero quella di semplice applicazione del meccanismo sanzionatorio previsto dal-

lo stesso Regolamento Cartolarizzazioni, pure oggetto di disamina nel presente lavoro.

È il par. 3 dell'art. 5, a definire, meglio del par. 1, appena esaminato, in cosa consista la *due diligence* da effettuarsi prima di acquisire una partecipazione in un titolo cartolarizzato. Più precisamente, l'investitore istituzionale[27] deve effettuare "una valutazione di due diligence che gli permette di valutare i rischi insiti nell'operazione." Poiché questa attività deve essere svolta "[ ] prima di acquisire una posizione verso la cartolarizzazione", si può ritenere che le attività esplicate alle lettere da a) a c) dell'art. 5 par. 3, siano senz'altro riconducibili all'alveo della *due diligence*, quale debba intendersi da un punto di vista civilistico.

È senz'altro meritevole analizzare *funditus* tali attività. In primo luogo, vi è quella concernente "le caratteristiche di rischio della singola posizione verso la cartolarizzazione e delle esposizioni sottostanti". Il rischio che è sotteso alla operazione di cartolarizzazione è duplice, essendo per definizione tali operazioni strutturate. La disamina del profilo di rischio delle esposizioni sottostanti, dunque della *underlying security*, è essenziale per valutare l'opportunità dell'investimento.

Si inquadra nella medesima filosofia la valutazione del requisito di cui alla lett. b) dell'art. 5, par. 3. In particolare, l'investitore istituzionale dovrà verificare "tutte le caratteristiche strutturali della cartolarizzazione che possono avere un impatto rilevante sulla performance della posizione verso la cartolarizzazione, tra cui priorità di pagamento fissate per via contrattuale e relativi valori di attivazione (trigger), supporti di credito, supporti di liquidità, valori di mercato di attivazione e definizione di inadempienza specifica all'operazione."

Ulteriore aspetto da verificarsi da parte dell'investitore istituzionale è quello della "conformità di tale cartolarizzazione ai requisiti" di cui allo stesso Regolamento Cartolarizzazioni. Dunque, dovrà essere verificato che la cartolarizzazione sia conforme alle caratteristiche di cui agli artt. 19/22, circa la cartolarizzazione STS, e quelli di cui agli artt. 23/26, in tema di ABCP. Sebbene l'investitore acquirente possa fare affidamento, circa la conformità, alle notifiche effettuate ai sensi dell'art. 27, il fare affidamento esclusivo su tale notifica, al fine della verifica della conformità medesima, non esenta di per sé l'investitore acquirente dalla verifica "interna" della sussistenza del requisito di semplicità, trasparenza e standardizzazione. La scelta del legislatore dell'Unione Europea, di per sé molto tuzioristica, è forse oltre modo penalizzante

[27] Anche in questo caso l'obbligo grava sull'investitore istituzionale che non sia il cedente, il promotore ovvero il prestatore originario.

dal punto di vista operativo, e contraddittoria con la stessa scelta del legislatore di creare un registro, pubblico, delle operazioni STS. Se tale registro è davvero pubblico, e l'inserimento nell'albo è subordinato a precise verifiche di tipo regolamentare, potrebbe apparire una duplicazione che l'investitore istituzionale debba effettuare una sua propria valutazione.

Non si può tacere inoltre che la norma può dar luogo a stalli operativi, e dubbi amletici, nel caso in cui una cartolarizzazione STS risulti di non aver rispettato i requisiti di semplicità, trasparenza e standardizzazione, nonostante sia stata notificata al registro, ai sensi dell'art. 27, eppure verificata *de facto* dall'investitore istituzionale. Ai sensi della legislazione in commento, ciò dovrebbe precludere l'acquisto da parte dell'investitore istituzionale, sebbene quest'ultimo potrebbe, potenzialmente, attivare una teorica azione di responsabilità nei confronti della "pubblica amministrazione" per aver in precedenza, e superficialmente, iscritto il programma nell'albo speciale di cui all'art. 27 del Regolamento Cartolarizzazioni.

È anche possibile che la norma, nel prevedere un onere di verifica aggiuntivo in capo all'acquirente, abbia voluto proteggere la stessa autorità da un possibile rischio legale: quello, molto più probabile, dell'investitore istituzionale nei confronti dell'autorità medesima, per aver creato un affidamento circa la sussistenza, mercé l'iscrizione, del requisito di semplicità, trasparenza e standardizzazione.

Il conio di terminologia nuova, ed atecnica, sembra essere una caratteristica della legislazione unionale, ed il Regolamento Cartolarizzazioni non sembra costituire eccezione alcuna. In tal senso si deve inquadrare l'art. 5, par. 4, il quale parla di "passi seguenti" che deve compiere l'investitore istituzionale, una volta che venga effettuato l'investimento in titoli cartolarizzati. Non può parlarsi tecnicamente di *due diligence*, in quanto, ancora, questo definisce ontologicamente attività che, in via prodromica, un acquirente pone in essere prima, piuttosto che dopo, l'operazione di acquisizione. Si può parlare piuttosto, in modo creativo si ammette, di *due maintainance*, di dovuta gestione dell'acquisto dell'investitore istituzionale dopo che ha effettuato l'investimento.

In primo luogo, la lett. a), par. 4, stabilisce che l'investitore istituzionale, anche in questo caso che non sia il cedente, promotore o prestatore originario, "predispone procedure scritte adeguate che siano proporzionate al profilo di rischio della posizione verso la cartolarizzazione e, se del caso, al suo portafoglio di negoziazione e di non negoziazione, al fine di controllare su base continuativa il rispetto dei paragrafi 1 e 3 [dell'art. 5 del Regolamento Cartolarizzazioni medesimo] e le per-

formance della posizione verso la cartolarizzazione e delle esposizioni sottostanti.

Se pertinente per la cartolarizzazione e le esposizioni sottostanti, il controllo previsto da dette procedure scritte comprende il tipo di esposizione, la percentuale di prestiti scaduti da più di trenta, sessanta e novanta giorni, i tassi di inadempienza, i tassi di rimborsi anticipati, i mutui insoluti, i tassi di recupero, i riacquisti, le modifiche dei prestiti, le sospensioni dei pagamenti, il tipo e il tasso di occupazione delle garanzie reali, la distribuzione di frequenza dei punteggi di affidabilità creditizia o di altre misurazioni del merito di credito delle esposizioni sottostanti, la diversificazione di settore e geografica, la distribuzione di frequenza degli indici di copertura del finanziamento con forchette di ampiezza tale da facilitare un'adeguata analisi di sensitività. Laddove le esposizioni sottostanti siano a loro volta posizioni verso la cartolarizzazione, come permesso dall'articolo 8, l'investitore istituzionale controlla altresì le esposizioni sottostanti tali posizioni".

Lo stesso art. 5, par. 4, alla successiva lettera b) stabilisce che, ove poi la cartolarizzazione sia diversa da un programma ABCP interamente garantito, l'investitore istituzionale deve condurre "periodicamente prove di stress sui flussi di cassa e sui valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti o, in mancanza di dati sufficienti sui flussi di cassa e sui valori delle garanzie reali, prove di stress sulle ipotesi di perdita tenendo conto della natura, della portata e della complessità del rischio della posizione verso la cartolarizzazione".

Senz'altro più semplificate si appalesano le attività di cui ad una operazione di cartolarizzazione concernente un programma ABCP interamente garantito. In tal caso l'investitore istituzionale "conduce periodicamente prove di stress sulla solvibilità e la liquidità del promotore", senza tuttavia gli ulteriori oneri della precedente lettera, essendo l'operazione per definizione meno rischiosa.

Indipendentemente dalla natura dell'operazione di cartolarizzazione, garantita o meno, il Regolamento Cartolarizzazioni prevede un regime di *corporate governance* tale che le strutture apicali dell'investitore istituzionale, spesso una banca, non siano tenute all'oscuro dell'operazione di cartolarizzazione. In tal senso si prevede, alla lett. d), che l'investitore istituzionale assicuri "una segnalazione interna al proprio organo di amministrazione, affinché questo sia al corrente dei rischi rilevanti derivanti dalla posizione verso la cartolarizzazione e tali rischi siano gestiti in maniera adeguata". La norma si inquadra in una più ampia politica legislativa nel settore della *banking and financial regulation*, in cui si vogliono rimuovere le barriere informative esistenti fra organi

apicali dell'ente e organi operativi, come l'ufficio finanza, che si occupa delle operazioni di cartolarizzazione. Nella esperienza antecedente alla crisi finanziaria del 2007/2008, si è sperimentato che, tanto nei prodotti derivati che nelle operazioni di finanzia strutturata, gli uffici operativi si erano a tal punto addentrati nella operatività tecnico-operativa che ciò aveva creato una alienazione degli organi gestionali rispetto alla realtà operativa. L'obbligo introdotto con il Regolamento Cartolarizzazione dovrebbe evitare un tale rischio, avendo infatti il *BoD*, per effetto della nuova normativa, un diritto/dovere ad essere informato di tutta l'operatività del proprio investitore istituzionale in merito alle proprie esposizioni in finanza strutturata.

Si colloca nella medesima filosofia il precetto di *due maintanance* di cui alla lett. e), con l'unica differenza che lo stesso si indirizza verso l'autorità di vigilanza. In particolare viene stabilito che l'investitore istituzionale debba essere "in grado di dimostrare alle proprie autorità competenti, su richiesta, di avere una visione globale e accurata della posizione verso la cartolarizzazione e delle esposizioni sottostanti e di aver attuato le politiche e procedure scritte per la gestione del rischio della posizione verso la cartolarizzazione e per conservare i dati delle verifiche e della *due diligence* conformemente ai paragrafi 1 e 2, nonché di qualsiasi altra informazione d'interesse". Inoltre, la cartolarizzazione, e in particolare l'investimento nei titoli cartolarizzati, non dovrebbe essere una occasione per l'investitore istituzionale ed il suo board, per estraniarsi dall'attività di controllo che è tipica di un soggetto vigilato. Nell'ambito dei poteri di vigilanza (informativa, regolamentare, ispettiva, a prendere in esame le sole banche), l'ente, nelle sue diverse articolazioni operative (dall'organo apicale agli uffici operativi interessati), dovrebbe essere sempre in grado di fornire informazioni all'autorità di vigilanza in merito all'investimento in titoli cartolarizzati.

Ai sensi poi della lett. f), gli obblighi di *due maintanance*, relativi a esposizioni verso un programma ABCP "interamente garantito", sono meno stringenti. Infatti, l'investitore istituzionale dovrà solo dimostrare alle proprie autorità competenti, e su richiesta, "di avere una visione globale e accurata della qualità creditizia del promotore e dei termini della linea di liquidità fornita."

In proposito, è opportuno richiamare la definizione di investitore istituzionale offerta dal Regolamento Cartolarizzazioni. Ai sensi dell'art. 2, Regolamento Cartolarizzazioni, si tratta di "un investitore che sia uno dei seguenti:

a) un'impresa di assicurazione ai sensi dell'articolo 13, punto 1), della direttiva 2009/138/CE;

b) un'impresa di riassicurazione ai sensi dell'articolo 13, punto 4), della direttiva 2009/138/CE;
c) un ente pensionistico aziendale o professionale che ricade nell'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio (23) ai sensi dell'articolo 2 della stessa, a meno che lo Stato membro abbia deciso, a norma dell'articolo 5 di tale direttiva, di non applicare la medesima, in tutto o in parte, all'ente in questione; o un gestore degli investimenti o un'entità autorizzata nominati da un ente pensionistico aziendale o professionale ai sensi dell'articolo 32 della direttiva (UE) 2016/2341;
d) un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA) ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2011/61/UE, che gestisce e/o commercializza fondi di investimento alternativi nell'Unione;
e) una società di gestione di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2009/65/CE;
f) un OICVM a gestione interna, vale a dire una società di investimento autorizzata a norma della direttiva 2009/65/CE che non ha designato, per la propria gestione, una società di gestione autorizzata ai sensi della stessa direttiva;
g) un ente creditizio quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1), del regolamento (UE) n. 575/2013 ai fini di detto regolamento o un'impresa di investimento ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 2), di detto regolamento."

In altre parole, viene confermata la definizione di investitore istituzionale quale soggetto vigilato, il quale sia assoggettato ad una *regulation* estremamente stringente tale che una semplice operazione di acquisizione di titoli, stante il rischio dell'operazione (in quanto appunto strutturata, basata su due livelli), non soggiace ai normali vincoli privatistici (di *contract law*), ma ad una *regulation* più stringente, che lo obbliga ad effettuare delle verifiche aggiuntive.

La eventuale violazione della *regulation* non sembra tanto inficiare la validità dell'acquisizione, salvo che la relativa autorità di vigilanza ne ordini la cessione ove ne permanesse il rischio. Piuttosto, la violazione comporta la possibilità che l'ente vigilato ed i suoi esponenti aziendali siano sottoposti al robusto apparato sanzionatorio che viene previsto nella specifica area.

3.3. Retention requirement *e l'insostenibile leggerezza della* legal opinion

Dopo la crisi finanziaria del 2007/2008, sono stati introdotti nella legislazione i *retention requirement* quale panacea a fronte delle diverse anomalie emerse dalle operazioni di cartolarizzazione. Come già osservato, i *retention requirement* si traducono in un obbligo che incombe su *originator* e *arranger*, in via alternativa fra di loro, di mantenere un interesse economico netto nella misura pari ad almeno il 5%; obbligo inizialmente identificato dal G20 ed immediatamente dopo inserito nella legislazione al fine di proteggere il principio di trasparenza e, quale riflesso di ciò, i mercati finanziari.

I requisiti in parola evitano fondamentalmente pratiche di sottoscrizione affievolite, se non simboliche (*loose underwriting*), da parte degli *arranger* coinvolti nelle operazioni di *securitisation*. E d'altro canto, è nella stessa sede unionale[28] che viene evidenziato che "i rischi di mantenimento da parte degli *originator*, *sponsor* ovvero originari mutuanti delle cartolarizzazioni assicura un allineamento di interessi tra attori [dei negozi di cartolarizzazione] e investitori". Del pari, viene sottolineato[29] che i requisiti di mantenimento (*retention requirement*) dovrebbero essere e, in effetti, sono sviluppati in una regolamentazione al fine di regolare "disallineamenti che vi possono essere nel modello *"originate to distribute"* [da originatore del portafoglio a mero distributore] di alcune cartolarizzazioni".

Quale risultato, questa area è stata assoggettata ad una significativa modernizzazione ed adattamento dopo la crisi finanziaria del 2007/2008. In sostanza, l'obbligo, diretto agli *originator* e agli *sponsor*, in forma alternativa fra di loro, nella misura in cui richieda di detenere una percentuale, dovrebbe incoraggiare un comportamento prudente da parte degli emittenti e degli *sponsor*[30]. L'obbligo si sostanzia, nell'ambito della regolamentazione UE, in previsioni legali che impongono al-

[28] Cfr. Più specificamente l'art. 4 della *Proposal of Securitisation Regulation* (nella sua versione inglese). L'obbligo trova eco nella versione finale del Regolamento Cartolarizzazioni.

[29] OICU-IOSCO (n 15) 15.

[30] *Ibidem*. Il *retention requirement* costituiva una delle principali conclusioni della dichiarazione dei capi del G20 (cfr. G20 Leaders' statement at the Pittsburgh Summit). Cfr. G20, 'Leaders' Final Statement (Pittsburgh Summit 2009) <www.treasury.gov/resource-center/international/g7-g20/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf> accessed 1 May 2016.

le principali entità regolamentate di verificare in anticipo, nei casi in cui decidano di investire in titoli cartolarizzati con il marchio STS, se detto obbligo di mantenimento viene osservato nella operazione cartolarizzata in cui vogliono investire.

Le raccomandazioni EBA sui *retention requirement*[31] contenevano già alcune osservazioni finalizzate a colmare la potenziale lacuna nella implementazione del regime di mantenimento del rischio. Nel dettaglio, i requisiti, come concepiti in origine, avrebbero potuto essere elusi attraverso una interpretazione estensiva della definizione di *originator*. Ad evitare ciò, è già precisato nella Proposta (art. 4) e ribadito anche nel Regolamento Cartolarizzazioni, che una società costituita al solo scopo di cartolarizzare le esposizioni e senza una finalità di affari (un *business purpose*) non potrà essere considerata quale cedente, nell'ambito della cartolarizzazione STS.

Un riferimento ampio è fatto ad alcuni aspetti negativi che possono originare da tale legislazione, ed al modo migliore per colmare le lacune. Fra questi, è possibile menzionare una previsione legale che, in prospettiva, *de lege ferenda*, potrebbe rendere i *retention requirement* obbligatori solo per gli *arranger*, ma non per gli *originator*, onde assicurare che l'interesse dell'*originator* non pregiudica alcuni principi, quali ad esempio il principio della *true sale* e la *bankruptcy remoteness*.

Si è detto che la *"true sale"* costituisce uno di quei concetti che sono destinati a divenire una delle condizioni e requisiti più solidi al ricorrere dei quali una *securitisation* può essere definita, ai fini unionali, *simple, transparent and standardized*, appunto *STS* secondo lo schema del Regolamento Cartolarizzazioni. Ai sensi del 22° "considerando" del Regolamento Cartolarizzazioni, la *true sale* implica il trasferimento della *"ownership"* delle sottostanti esposizioni ovvero la "*effective assignment*" al soggetto emittente, il quale in definitiva è la *SPV*.

In tale scenario (ed in questa sede il tema è affrontato solo incidentalmente), le stesse regole in tema di revocatoria (o *clawback rules*), potenzialmente applicabili al cedente, le quali tradizionalmente rappresentano la spada di Damocle che penderebbe teoricamente sull'*originator*, particolarmente nelle giurisdizioni di *civil law* come appunto l'Italia, sono significativamente ridotte. Il 22° 'considerando', seconda

[31] Nella versione inglese, EBA, 'EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure' (2014) <www.bing.com/search?q=EBA+European+Banking+Authority,+EBA+Report+on+Securitisation+Risk+retention,+due+diligence+and+disclosure,&src=IE-TopResult&FORM=IETR02&conversationid=> accessed 20 June 2017.

parte, del Regolamento Cartolarizzazioni, sembra raccomandare che le regole in tema di revocatoria siano più ragionevoli con riguardo alle *"STS securitisation"*[32]; espressione sibillina ed apparentemente semplice che nasconde una realtà estremamente complessa, di cui si fornisce più ampio conto nel presente lavoro.

Se si verifica una *"re-characterization"* o riqualificazione giuridica, i risultati per le parti contraenti, coinvolte nel negozio giuridico in esame, sono spesso drammatici[33]; non solo, ma la stessa *securitisation*, dal punto di vista economico, non sarà considerata *"successful"*, ad usare un eufemismo di Oltremanica[34]. Il trattamento fuori bilancio (dunque, *"off-balance"*) dei *receivable*, di cui godeva il cedente, sarà completamente annullato[35]. In definitiva, la riqualificazione è uno strumento interpretativo lasciato alla discrezione del potere giudiziario esistente nella giurisdizione dell'*originator*, ovvero della *SPV*, il quale dipende dalla legge applicabile in tema di diritto di proprietà.

Al fine di impedire le conseguenze indesiderate di una cosiddetta *"re-characterization"*, le parti coinvolte nell'operazione di *securitisation* faranno leva, per l'appunto, su di una *legal opinion* (LO). Concettualmente, la *LO*, particolarmente la *"closing legal opinion"*, che viene rilasciata al momento della stipula della documentazione, contiene - e nella sua ontologia costituisce - una disamina sia dell'operazione che della rilevante documentazione. La stessa è rilasciata da un legale abilitato presso la giurisdizione ovvero presso le giurisdizioni ove la transazione avviene ovvero dove la transazione medesima è destinata a produrre le sue conseguenze legali. La corrispondenza fra luogo di abilitazione del legale e luogo ove l'operazione di cartolarizzazione di-

---

[32] Di conseguenza, le tradizionali regole di invalidazione della vendita, le quali sono storicamente invasive nelle giurisdizioni "Continentali", basate sulla tradizione romanistica, dovrebbero essere assoggettate a forti limitazioni. In definitiva, non vi dovrebbe essere l'invalidazione dell'acquisto solo e semplicemente sulla scorta del fatto che il cessionario medesimo conosceva dell'insolvenza dell'*originator* al momento dell'acquisto.

[33] P.R. Wood, *Law and Practice of International Finance*, *cit*., p. 468–70.

[34] H.S. Scott, *International Finance. Transaction, Policy, and Regulation, op, cit.,* p. 630. Si osserva che in questo scenario "le controparti del venditore-originator divenuto insolvente potrebbero essere titolari di un'azione contro gli attivi che [,solo formalmente,] sono presenti al di fuori del bilancio dell'originator e in posizione di garantire i fondi di coloro che investono nel veicolo" (ibid). (traduzione dall'inglese di chi scrive)

[35] Per maggiori dettagli, cfr. M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit*., pp. 233–34.

spiega i suoi effetti giuridici, seppur requisito logico in una operazione di cartolarizzazione, non è nella prassi seguita, atteso che, in più casi, gli *arranger* si accontentano di una *legal opinion* di uno studio internazionale, il quale potrebbe non necessariamente avere il legale di una specifica giurisdizione, ove, in via residuale, la transazione produce i suoi effetti. Ciò nondimeno, il mercato solitamente ritiene quale sufficiente una *LO* di tale tipologia, avendo il profilo internazionale dello studio legale elementi di competenza che consentano di andare oltre il requisito strettamente formale.

Una prassi che, in questa sede, viene in parte criticata, in quanto la stessa sarebbe in contrasto con il principio di fiducia e verità, sacrosanto nei rapporti fra *arranger* e mercati. Appare strano che gli interventi della *regulation* fino ad ora, in tema di *legal opinion*, sono stati effettuati da un legislatore che, invece che brandire la scimitarra, ha usato un fioretto, che poco ha potuto "ferire". A rendere la materia ancor più delicata, e con necessità di un intervento, si osserva che gli stessi avvocati che sottoscrivono la *legal opinion* introducono così tante "*qualification"*, *caveat*, in premessa - concernenti la portata della *legal opinion* nell'ambito della propria giurisdizione[36] - per cui si pone il quesito se essa sia in pratica davvero idonea a svolgere quel ruolo di tutela del mercato.

Nella lingua italiana, ormai manipolata e così pigra da non premurarsi nemmeno di tradurre i termini inglesi, la *legal opinion* non dovrebbe, si avanza in questa sede, tradursi nel "falso amico" opinione legale (lessema che di per sé non ha significato alcuno), quanto piuttosto nel più tecnico "parere dell'esperto". Questo esperto poi, nel caso in cui, come accade appunto nel Regolamento Cartolarizzazioni, sia anche un esperto legale la cui figura è regolata dal legislatore, assume caratteristiche di "quasi pubblico ufficiale", in quanto la conformità a veridicità della dichiarazione risponde a chiare esigenze di ordine pubblico, essendo parimenti la sua figura prevista dal legislatore.

Il parere dell'esperto è focalizzato su "una specifica gamma di circostanze (e documenti)"[37]. Viene affermato nella dottrina che la *LO* tende ad essere basata su "assunti e qualificazioni costruiti in modo puntuale,

[36] Un tipico *caveat* è quello in cui il legale che sottoscrive la *LO*, dunque la *legal opinion*, non assume responsabilità alcuna per giurisdizioni, cui si applichi la cartolarizzazione, ulteriori rispetto a quelli cui appartiene il legale medesimo.

[37] Traduzione dall'inglese di chi scrive. R. McCormick, *Legal Risk in the Financial Markets*, *op. cit.,* p. 419.

molti dei quali hanno una natura altamente tecnica".[38] In definitiva, è l'espressione di un punto di vista di un legale, sebbene essenziale per la transazione, in quanto il rilascio del documento della *legal opinion* è "quasi sicuramente una condizione sospensiva per la concessione del credito ovvero l'emissione dei titoli"[39]. A commentare il Regolamento Cartolarizzazioni su questo punto, si può osservare che il testo avrebbe potuto essere molto più incisivo e tecnico, ed anche risolutivo di tematiche antiche.

Nella prassi, le *LO* vengono rilasciate da un "grande" studio legale (soprattutto da un punto di vista quantitativo, di numero di legali impiegati), tuttavia nessun requisito di iscrizione in uno specifico albo è previsto, in merito alla giurisdizione in cui l'operazione, principalmente, si verifica. In pratica, nella misura in cui lo studio legale sia grande, la *LO* per definizione sarà valida. In tal senso il Regolamento Cartolarizzazioni avrebbe potuto essere più puntuale, e richiedere competenze e qualifiche specifiche.

La *LO* sarà rilasciata da un legale nominato dalla banca ovvero da un consorzio di enti creditizi che agiscono quali *arranger*: con la *LO*, questi ultimi vogliono assicurarsi che le specifiche questioni connesse alla transazione - principalmente ma non esclusivamente la *re-characterization* - siano escluse. La *LO* dovrebbe creare un affidamento esclusivamente sulle persone cui la stessa è indirizzata, solitamente la banca che organizza l'operazione. Questa riceve assicurazioni circa il fatto che i titoli cartolarizzati e, particolarmente, l'entità che li emette, la *SPV*, sono *"bankruptcy remote"*, dunque, essendo una vendita "vera", il fallimento del cedente non incide sulla capacità dell'ente di rimborsare i titoli.

Operazione senz'altro più complessa è verificare se i beneficiari dei titoli, gli investitori, possano fare affidamento sulla stessa. Tale incertezza discende dal fatto che i legali che rilasciano le LO solitamente includono un *"disclaimer"*, un avviso, ai sensi del quale il parere dell'esperto è "fornito solo alle persone alle quali è indirizzato e nessun'altra

[38] *Ibidem.*

[39] Traduzione dall'inglese di chi scrive. P.R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions. The Law and Practice of International Finance Series, cit.,* p. 413. Per una analisi più approfondita del concetto di *legal opinion*, cfr. *ibidem*, pp. 413–464.

persona può fare affidamento sullo stesso. Il parere non può essere comunicato a parti terze senza il relativo consenso scritto"[40].

Ad una disamina più attenta, nelle giurisdizioni di *common law* è molto improbabile che un investitore possa, con successo, intraprendere un'azione di responsabilità sulla scorta di una errata *LO*[41]. Nel diritto anglo-gallese, il precedente *Hedley Byrne & Co. Ltd v Heller & Partners Ltd*[42] rimane tuttora un ostacolo insormontabile, sebbene i futuri

---

[40] In inglese il tenore sarebbe in modo approssimativo il seguente: *"This opinion is given only to the persons to whom it is addressed and may not be relied upon by any other person. It may not be disclosed to third parties without the prior written consent"*. Una tale tenore è suggerito da P.R. Wood, ibid p. 423. Nel *common law* inglese, questa responsabilità limitata nei confronti dei destinatari della *legal opinion* è confermata dal *dictum Allied Finance & Investments Ltd v Haddow & Co* (1983) NZLR 22 CA.

[41] P.R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, *op. cit.*, p. 424.

[42] *Hedley Byrne & Co. Ltd v Heller & Partners Ltd* [1964] AC 465. La sintesi del caso è fornita da Lord Hodson al paragrafo 504. "*Hedley Byrne*" - una società di pubblicità - chiese danni per la perdita che, asseriva, fosse stata causata per colpa (*negligence*) dei convenuti in appello, *Heller* & Partners, i quali erano per contro banchieri d'affari. Fondamentalmente, l'attore (il *claimant*) asserì che la banca aveva fornito in modo negligente referenze circa un suo cliente: Easipower Ltd. Le referenze fornite dalla banca circa il merito di credito del cliente, erano alquanto positive e, sulla base di tali referenze, la società di pubblicità aveva iniziato ad operare con Easipower Ltd. Poiché Easipower Ltd., piuttosto presto, era stata posta in *administration* (una sorta di amministrazione controllata nella legislazione britannica), ne conseguiva che di fatto il contratto con la controparte, "*Hedley Byrne*," non poteva essere onorato e ogni tentativo dell'appellante di ottenere il risarcimento dei danni fu rigettato. In definitiva, il principio inferibile da "*Hedley Byrne"* è che una affermazione fatta da un soggetto su richiesta di un altro fa scaturire un *duty of care* (un dovere di diligenza) dovuto dal dichiarante (*representor*) a chi fa la richiesta, se è chiaro che, nel chiedere informazioni o consulenza, il richiedente (*inquirer*) stava ragionevolmente fidandosi del dichiarante circa il fatto che questi stesse esercitando un ragionevole dovere di diligenza; ciò nella misura in cui le circostanze lo richiedano ed il *representor* – dunque il dichiarante – conosceva o avrebbe dovuto conoscerle. Se ricorrono tali circostanze e il *representor* desse informative ovvero fornisse consulenza che fosse non diligente, lo stesso sarebbe responsabile per ogni danno personale ovvero pecuniario causato al richiedente (*inquirer*). Tuttavia, in *Hedley Byrne*, nel concreto, il *representor* aveva espressamente escluso la responsabilità connessa alla sua affermazione, dunque aveva introdotto un *disclaimer* e pertanto la richiesta di danno, nel concreto, fu rigettata.

sviluppi della legislazione UE – nell'area dei mercati dei capitali e della finanza strutturata – potrebbero muovere verso una responsabilità contrattuale dei legali i quali siano chiamati ad esprimersi in una operazione di cartolarizzazione.

Un tale regime di responsabilità, già adombrato in altra legislazione (come ad esempio la legislazione sulle *Credit Rating Agency*), potrebbe diventare una possibile frontiera della legislazione unionale e potrebbe materializzarsi in un regime di responsabilità oggettiva dei legali che rilasciano la *LO* vis-à-vis gli investitori.

Più in generale, la *"de-recognition"* dei crediti, dunque la "revoca" di tipo contabile dei crediti quali attivi del veicolo, ed invece che la loro retrocessione al cedente, è consentita solo se può essere presunto che l'*originator* continua a mantenere l'effettivo controllo sulla esposizione del rischio del credito trasferito. Ciò avviene o se il cedente (o *assignor*) è in posizione "di riacquistare dal cessionario le esposizioni precedentemente trasferite al fine di realizzarne il relativo profitto"[43] ovvero il cedente "ha un obbligo di mantenere il rischio delle esposizioni trasferite"[44]. È ben noto invece che, anche alla luce della realtà operativa, la nomina di un *originator* quale *servicer* non costituisce di per sé requisito di presunzione di controllo sulle esposizioni trasferite[45].

In primo luogo, l'*originator* non deve avere alcuna responsabilità per gli attivi che sono stati trasferiti al veicolo. Questo comporta che l'*originator* non può avere alcun obbligo contrattuale al riacquisto nel caso di perdite, né può garantire il rimborso degli interessi (né tanto meno del capitale), nei confronti di coloro che investono nei titoli emessi dalla *SPV*[46]. In secondo luogo, è fondamentale che la *SPV* sia autorizzata ad esercitare un controllo esclusivo sugli attivi e le sia permesso di adottare ogni forma di tutela che un normale proprietario è autorizzato ad esercitare. La *SPV* dovrebbe quindi divenire vero proprietario, con tutti i diritti che a ciò sono connessi come il diritto di vendere, di costituire pegni e, più in generale, garanzie, incluse quelle reali sugli attivi,

---

[43] Traduzione dell'inglese di chi scrive. S. Gleeson, *International Regulation of Banking*, *op. cit.,* p. 286.

[44] *Ibidem*.

[45] *Ibidem*, p. 287.

[46] Ciò, in modo pratico, potrebbe avvenire attraverso una *side letter* (ovvero lettera collaterale) con cui *originator* e *arranger* si accordano nel senso che il primo si impegni ad acquistare di nuovo i crediti, ove vi fosse un *default*. Una operazione di questo tipo susciterebbe problematiche che vanno finanche oltre il piano civilistico.

e di gestire gli attivi che appartengano alla *SPV*. In terzo luogo, gli attivi devono essere isolati dall'*originator* nel caso di fallimento, in quanto ciò assicura che la *SPV* sia *bankruptcy remote*[47].

3.4. Credit enhancement *e garanzia dello Stato (italiano)*

Menzione a parte - anche in quanto connessi indirettamente con la tematica della *bankruptcy remoteness* - meritano gli accordi contrattuali come il *credit enhancement*[48] e/o il *liquidity enhancement* di soggetti

[47] Si lumeggia in altra parte del lavoro come l'obiettivo venga realizzato in via meramente contrattuale negli ordinamenti di *common law*, quale quello inglese, laddove è rafforzato in via legislativa in quelli di *civil law*, come quello italiano.

[48] Il *credit enhancement* può essere costituito da una garanzia di soggetti terzi. Negli ordinamenti anglo-americani, la garanzia è solitamente rilasciata da un soggetto privato, come, ad esempio, una banca, sempre che il *guarantor* non appartenga all'*originator*. Per contro, esempi di garanzie rilasciate da enti ovvero soggetti pubblici sono quelle della recente esperienza normativa italiana di cui alla L. 49/2016. In merito alle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza da parte di banche e intermediari finanziari, lo Stato italiano presta una garanzia, a prima richiesta, a beneficio dei sottoscrittori dei titoli emessi dal veicolo cessionario (i *beneficiary*). In tal caso il soggetto garante è, formalmente, la Consap s.p.a. (Concessionaria servizi assicurativi pubblici s.p.a.), una società che è interamente partecipata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Per commenti su tale tipologia di garanzia, definita GACS, cfr. F. Onnis Cugia, *La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2016, pp. 79-102)

La garanzia è a beneficio dei titolari delle *senior note holder*. Ovviamente, l'obiettivo di una tale garanzia "statale" è quello di aumentare, presso il mercato dei capitali, il grado di appetibilità dei crediti in sofferenza delle banche italiane e dei suoi intermediari. Obiettivo che potrebbe tradursi in un "buco nell'acqua" a livello internazionale, atteso che, essendo il soggetto garante (lo Stato italiano) non pienamente affidabile - considerato il *rating* dei titoli pubblici italiani - la garanzia potrebbe non essere sufficiente a realizzare l'obiettivo di favorire il mercato dei titoli cartolarizzati rivenienti da un portafoglio di crediti in sofferenza.

Forme più efficaci di *credit enhancement* per il problematico settore bancario italiano potrebbero essere somme, *ergo* liquidità, rilasciate da un soggetto terzo, lo Stato italiano, presso un *escrow agent* (una banca

terzi, che si rendessero necessari[49]. Il *credit enhancement* può essere costituito da una garanzia di soggetti terzi. Negli ordinamenti anglo-americani, la garanzia è solitamente rilasciata da un soggetto privato, come ad esempio una banca, sempre che il *guarantor* non appartenga all'*originator*.

Per contro, esempi di garanzie rilasciate da enti ovvero soggetti pubblici sono quelle relative alla recente esperienza normativa italiana di cui al D.L. 18/2016 (di seguito anche: Decreto)[50]. In merito alle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza da parte di banche e intermediari finanziari[51], lo Stato italiano presta una garanzia, a prima richiesta, a beneficio dei sottoscrittori dei titoli emessi dal veicolo cessionario (questi ultimi sono i *beneficiary*). In tal caso il soggetto garante è, formalmente, la Consap s.p.a. (Concessionaria servizi assicurativi pubblici s.p.a.), una società che è interamente partecipata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze[52]. La garanzia è a beneficio dei titolari delle *senior note* (dunque, i *senior notes holder*) nella misura in cui la cartolarizzazione si perfezioni nell'ambito della Legge 130. Viene sottolineato in dottrina che l'operazione in parola si sviluppa secondo uno schema collaudato e che la riforma legislativa, analizzata in questa parte del lavoro, si inquadra nella ricerca "di un equilibrio tra l'interesse delle banche allo smobilizzo dei crediti deteriorati e quello dell'integrità del mercato"[53].

---

internazionale), e vincolate a beneficio dei sottoscrittori delle *senior note*, in caso di inadempimento da parte del veicolo.

[49] H.S. Scott, *op. cit.*, p. 634.

[50] Decreto Legge n. 18 del 14 febbraio 2016, convertito in Legge n. 49 dell'8 aprile 2016. Commenti in merito a tale garanzia pubblica si leggono in P. Messina, *GAGS: lo strumento pioniere in Europa per lo smaltimento dei crediti deteriorati. Riflessioni critiche sui principali aspetti*, in *Contratto e Impresa*, 2019, pp. 1494 ss.

[51] Tale è, di fatto, il requisito soggettivo, ai sensi dell'art. 13 del TUB, ovvero l'intermediario deve essere iscritto nell'albo di cui all'art. 106, TUB e quindi l'*originator* deve avere sede legale in Italia.

[52] Per iniziali commenti su tale tipologia di garanzia, definita GACS, cfr. F. Onnis Cugia, *La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2016, pp. 79-102.

[53] F. Sartori, *Sul "diritto della gestione degli attivi problematici* (non performing loans)": *linee dell'evoluzione normativa*, in *La gestione delle crisi bancarie. Strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*, a cura di V. Troiano e G.M. Uda, Milano, 2019, pp. 397-413, particolarmente p. 406. L'Autore, nel riferirsi alla cartolarizzazione, rileva che l'operazione

Requisiti oggettivi della garanzia sono costituiti dal fatto che i crediti devono essere di natura pecuniaria, a voler ribadire la definizione di credito trasferibile di cui alla Legge 130[54], e che il trasferimento avvenga ad un prezzo che non sia più alto del valore lordo di libro dei crediti, al netto del deprezzamento che gli stessi abbiano subito. Vi sono anche ulteriori requisiti, in aggiunta a quelli ora messi in luce, tutti precisati dal legislatore[55].

"si sviluppa secondo uno schema collaudato. Nell'emissione cioè da parte della società cessionaria (c.d. *Special Purpose Vehicle*) che acquista i crediti ceduti per un importo aggregato non superiore al valore lordo alla data della cessione – di almeno due categorie di titoli: i *senior*, antergati nel pagamento degli interessi e nel rimborso del capitale; i *junior*, postergati ai senior in punto di regolazione degli interessi, ma antergati nel rimborso del capitale".

L'Autore rileva, nel riferirsi alla garanzia dello Stato, che "[ ] il vero rilievo del tutto peculiare consiste però nella previsione di una garanzia statale incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta (la GAGS: garanzia per la cartolarizzazione dei crediti in sofferenza), concessa dal Ministro dell'Economia e delle Finanze sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, a fronte della cessione da parte di banche aventi sede legale in Italia di crediti pecuniari, compresi i crediti derivanti da contratti di leasing, classificati appunto come sofferenze" (*ibidem*, p. 407).

[54] Dunque, vengono esclusi i crediti non pecuniari, che pure ai sensi del Regolamento Cartolarizzazioni potrebbero formare oggetto di cessione. Viene precisato, *ad abundantiam*, in quanto forse ciò è già inferibile dal testo, che i canoni di locazione finanziaria costituiscono oggetto di potenziale cessione, nell'ambito della micro-disciplina in parola.

[55] Le *note* emesse dal relativo veicolo devono essere strutturate in *tranche*, dunque il *tranching* delle *note* è obbligatorio. In particolare, la relativa operazione di cartolarizzazione deve prevedere l'emissione di almeno due classi, tenuto conto del grado di subordinazione dell'assorbimento di perdite.

In secondo luogo, le *senior note* non devono essere subordinate ad altre *tranche* della stessa emissione da parte della *SPV*.

Le *junior tranche* devono essere subordinate ad altra ovvero altre *tranche* e non hanno alcun diritto a ricevere il pagamento del capitale, il pagamento degli interessi o altra forma di remunerazione fino a quando il pieno rimborso del capitale delle *note* delle altre classi non sia intervenuto.

Inoltre, possono essere emesse una o più *tranche* di titoli "mezzanini" - in un contesto di operazione di cartolarizzazione in linea con la Legge 130 - le quali, con riferimento al pagamento degli interessi, sono subordinate alle *senior tranche*, ma possono essere pagate in preferenza rispetto al rimborso del capitale delle *senior note*.

È poi da ricordare che, ai sensi dell'art. 5 della Legge 49/2016, il Ministero del Tesoro e delle Finanze emette la garanzia in parola solo dopo che le *note* siano state assoggettate ad una procedura di *rating* (il *rating* delle *senior note* è obbligatorio), eseguita da una agenzia di rating dotata del marchio *ECAI* [56]. L' agenzia deve conferire alle *senior note* un *rating* non inferiore all'ultimo livello di così detto *investment grade*, in altre parole non deve trattarsi di *junk bond*.

Se, ai sensi della legge applicabile, il rilascio di due valutazioni di credito è necessaria, la seconda valutazione sulle medesime *senior note* viene emessa dalla agenzia ECAI iscritta ai sensi del Regolamento n. 1060/2009 del 16 settembre 2009, e non deve essere più bassa dell'*investment grade*.

In alternativa, il *rating* delle *senior note* può essere "privato", confidenziale dunque, indirizzato in via esclusiva e reso conoscibile solo

---

Gli accordi di copertura finanziaria sui tassi di interesse sono consentiti con controparti di mercato, al fine di coprire il rischio che discende da asimmetrie esistenti fra i tassi di interesse che sono impuntati sugli attivi e passivi.

Da ultimo, una *credit facility* (una linea di credito) può essere aperta al fine di consentire flessibilità per il pagamento degli interessi delle *senior note*, tenuto conto del loro merito creditizio, ed al fine di gestire il rischio di un possibile disallineamento fra fondi che discendano dalla raccolta di crediti trasferiti e fondi necessari al pagamento dell'interesse delle *senior note*. Non solo, ma ulteriori requisiti sono previsti ai sensi dell'art. 6 del Decreto in relazione alle *senior note* e *mezzanine note*, ove emesse. In particolare, vengono in rilievo:

a. le *senior note* e, se emesse, le *mezzanine note* devono essere dotate di una remunerazione a tasso variabile;
b. il pagamento del capitale prima della scadenza deve essere legato al *cash flow* derivante dall'ammontare riscosso e la raccolta che discenda dal portafoglio dei crediti ceduti, al netto di tutti i costi relativi all'attività di recupero e di incasso dei crediti ceduti;
c. il pagamento degli interessi è fatto in via posticipata, ogni tre mesi, ogni sei, ovvero annualmente, e ciò dipende dal valore nominale residuo delle note con riferimento all'inizio del relativo periodo di interessi; e
d. la remunerazione delle *mezzanine note*, a certe condizioni, può essere differita ovvero subordinata all'integrale pagamento del capitale delle *senior note* ovvero può essere condizionata a taluni risultati di prestazione (o *performance*) nelle attività di riscossione o recupero in relazione ai crediti trasferiti.

[56] Dunque, un *External Credit Assessment Institution* inclusa nel registro delle agenzie di credito riconosciute dall'Eurosistema dal 1° gennaio 2016.

al Ministero del Tesoro e delle Finanze, quale unico destinatario del *rating* ai sensi dell'art. 2 del regolamento CE n. 1060/2009 del 16 settembre 2009; in questo caso, il Ministero del Tesoro e delle Finanze deve approvare l'agenzia di *rating* proposta dall'*originator* e scelta tra una agenzia di *rating* ECAI inclusa nella lista delle agenzie di credito accettate dall'Eurosystem, a partire dal 1° gennaio 2016[57].

Ai sensi di una tale micro-disciplina, la *SPV* si impegna a non richiedere alcuna cessazione del *rating* da parte delle agenzie *ECAI* coinvolte nel processo di *rating* fino a quando il capitale delle *senior note* non sia stato ripagato in pieno. Nel contesto della cartolarizzazione della tipologia di cui trattasi, l'entità che esegue l'attività di riscossione deve essere differente dall'*originator*[58] e, anzi, non può essere parte dello stesso gruppo. La possibile decisione della *SPV* ovvero dei *noteholder* di risolvere il mandato con l'entità non può determinare, da parte dell'agenzia *ECAI,* un downgrading del rating delle relative *senior note*.

Il provvedimento in tema di garanzia dello Stato non ha natura sistematica, in quanto non altera il regime generale delle cartolarizzazioni, trattandosi piuttosto di un provvedimento che vuole rivitalizzare il mercato dei capitali, per un certo periodo di tempo, prorogabile, e nella misura in cui la disponibilità è consentita dalle finanze pubbliche[59]. A

[57] È da notare che le commissioni dovute all'agenzia di *rating* per il servizio prestato dovranno essere corrisposte o dall'*originator* o dal veicolo.

[58] Ciò in chiave di deroga legislativa, rispetto alla prassi internazionale, non vietata dalla Legge 130, secondo cui il *service agreement* consente solitamente all'*originator*, non più titolare dei crediti, di effettuare la riscossione. La deroga può giustificarsi con il fatto che, avendo la cartolarizzazione una connotazione per certi versi pubblicistica (in presenza di una garanzia dello stato), l'*originator* non deve trovarsi in alcuna situazione di conflitto di interessi. Peraltro, sebbene la tematica del conflitto di interessi sia seria ed è stata forse alla base di questa specifica scelta del legislatore, non si può non rilevare che potrebbe destare maggiore sospetto nella comunità internazionale il fatto che l'*originator* non sia il *servicer* (ritenuto sintomo conclamato, magari, di incapacità gestionale), piuttosto che la circostanza dell'esistenza del conflitto di interessi. Quest'ultimo è insito nella gran parte dell'*agere* finanziario, e va semplicemente esplicitato.

[59] Il fondo della GAGS è autoalimentato con il denaro corrisposto quale corrispettivo per la garanzia. Il meccanismo è *first come, first served*, il che sta a indicare che il discrimine fra le varie domande, ove i fondi siano esauriti, è esclusivamente quello cronologico. G. Guerrieri, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca, Corsa e Titoli di Credito*, 2017, p. 472.

conferma di ciò vi è il fatto che la garanzia dura diciotto mesi dalla data di entrata in vigore del Decreto, dunque il 16 febbraio 2016.

Ovviamente, l'obiettivo della garanzia "statale" è quello di aumentare, nel mercato dei capitali, il grado di appetibilità dei crediti in sofferenza[60] delle banche italiane e dei suoi intermediari. Obiettivo che potrebbe tradursi in un "buco nell'acqua" a livello internazionale, atteso che, essendo il soggetto garante (lo stato italiano) non necessariamente fra i più affidabili, a guardare il rating dei titoli pubblici italiani, la garanzia potrebbe non sortire gli obiettivi prefissi, *ergo* favorire il mercato dei titoli cartolarizzati rivenienti da un portafoglio di crediti in sofferenza.

L'art. 7 del Decreto specifica che i fondi disponibili che discendano dalla riscossione connessa ai crediti trasferiti, gli accordi di copertura e gli utilizzi della linea di credito, al netto dell'ammontare dovuto all'entità che effettua l'attività di riscossione in linea con i termini concordati con la *SPV*, sono usati, nel pagamento delle relative voci, secondo un ordine di priorità specifico: 1. tasse (ove dovute); 2. l'ammontare dovuto ai fornitori dei servizi; 3. gli interessi e commissioni in relazione all' attivazione della linea di credito di cui all'art. 4, lett. f); 4. pagamenti di ammontare dovuto in relazione alla concessione della garanzia dello Stato sulle senior note; 5. pagamento dell'ammontare dovuto alle controparti degli accordi di copertura finanziaria; 6. il pagamento dell'ammontare dovuto quale interesse sulle senior note; 7. la reintegrazione della *credit facility*, se utilizzata; 8. il pagamento dell'ammontare dovuto quale interesse sulle *mezzanine note* (se emesse); 9. il pagamento del capitale delle senior note, fino all'integrale pagamento di tali note; 10. il pagamento del capitale delle *mezzanine note*, ove emesse, fino al loro integrale pagamento; e 11. il pagamento dell'ammontare dovuto quale capitale e interessi ovvero altre forme di remunerazione sulle *junior note*.

[60] *Condicio sine qua non* per l'applicazione della garanzia e, dunque, per l'attivazione della garanzia "statale" è il fatto che i crediti siano in sofferenza. Viene sottolineato (G. Consoli, *La GAGS. Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, in *La Gestione delle crisi bancarie*, a cura di V. Troaiano E G.M. Uda, Milano, 2019, p. 458) che la GAGS "si innesta tra le misure adottate dallo Stato italiano per aiutare le banche ad eliminare dai bilanci i crediti deteriorati generatisi durante gli anni delle crisi" (*ibidem*). È dunque corretto affermare che si tratta non già di uno strumento di gestione della crisi bancaria, quanto piuttosto di una misura preventiva.

A norma dell'art. 4 del Decreto, a partire dalla domanda di priorità di pagamenti successiva all'escussione o, ove applicabile, dalla domanda di priorità di pagamenti di accelerazione quale possa essere specificata in linea con i termini e le condizioni delle note, nessun pagamento che sia di rango superiore alle senior note sarà effettuato a meno che non sia fra quelli indicati sopra. Per di più, per effetto dell'art. 4 del Decreto, l'ammontare che origina dalle riscossioni, in relazione al pool di crediti trasferiti, sarà applicato al pagamento dell'ammontare dovuto ai *noteholder* e a quello relativo ai costi o commissioni connessi con il negozio di cartolarizzazione.

3.4.1. I retention requirement *in merito al veicolo*

L'operazione di cartolarizzazione ai sensi di Legge e la garanzia dello Stato sono soggette a requisiti obbligatori in forza della CRR, con riguardo ai requisiti di mantenimento. È interessate notare, in proposito, che il Decreto in parola sembra ricollegarsi ai principi europei, in tema di cartolarizzazione, prima ancora che questi divenissero ufficialmente *"statute"* ovvero formale legge[61].

Più in particolare, le previsioni di legge italiane fanno riferimento alla operazione a *tranche*, la quale deve rientrare nella definizione di "securitisation" ai sensi della legislazione unionale, ora Regolamento Cartolarizzazioni, e nessuna esenzione si applicherebbe, in quanto la garanzia è rilasciata solo in relazione ad un portafoglio sottostante (ad esempio la porzione finanziata delle *senior note*).

Dunque, l'"*originator*" o lo "*sponsor*" (come appunto definiti nel Regolamento Cartolarizzazioni) manterrebbero un 5% di interesse economico nella relativa operazione. Il mantenimento da parte della banca venditrice sarebbe assoggettato ad una analisi dell'impatto sullo smobilizzo (o *de-recognition*) degli attivi dai suoi conti, che è requisito per l'efficacia della garanzia. A tal proposito, merita rilevare che la Legge in parola prevede – e ciò costituisce uno dei requisiti che devono essere soddisfatti per il rilascio della garanzia – che la banca collochi sul mercato una percentuale delle *tranche* di rango inferiore (*junior tranche*) e di quelle di rango intermedio (dunque *mezzanine tranche*), ove emesse. Ciò, in osservanza della regola di "mantenimento" (*retention requirement*) da parte delle banche venditrici, sebbene sia pur sempre

[61] È comunque anche da ricordare che alla data del 2016 esisteva già una proposta di Regolamento UE.

necessario realizzare la *"de-recognition"* (lo smobilizzo) del relativo portafoglio secondo i principi contabili applicabili.

3.4.2. Principali caratteristiche della garanzia dello Stato

La garanzia, non sottoposta a condizioni, è irrevocabile e a prima richiesta: la stessa deve essere emessa a beneficio degli obbligazionisti di rango superiore e dunque, *senior noteholder* (art. 8 comma 1 Decreto). Nel caso in cui le *tranche* di rango superiore fossero più di una, la garanzia in parola, può essere richiesta anche per una sola tranche ovvero per tutte. Non solo, la garanzia può essere richiesta dietro il regolare pagamento di una commissione al Ministro del Tesoro e delle Finanze, calcolato quale percentuale annuale dell'ammontare garantito. Il "prezzo" della garanzia (se così si può definire la commissione) è un prezzo di mercato, riconosciuto dalla Commissione Europea, per l'intervento dello Stato, che per la sua natura di strumento negoziale non configurerebbe ipotesi di aiuto di Stato. L'entità del prezzo è destinato ad aumentare nel tempo, sia per garantire un più alto rischio associato ad una più lunga durata delle obbligazioni, sia al fine di incorporare nello "schema legislativo" un maggiore incentivo ad un anticipato recupero del credito.

La garanzia in parola copre esclusivamente le *senior tranche*, dunque quelle meno rischiose, fossero le stesse pregiudicate da perdite che discendano da un tasso di recupero del credito (*credit recovery*) inferiore rispetto a quello atteso. In particolare, costituiscono oggetto di copertura i pagamenti contrattualmente previsti, in relazione a interessi e capitale, in favore di *senior noteholder* per l'intera durata del prestito. Le *tranche* a più alto rischio, quale ad esempio quelle *junior* e, ove esistenti, quelle *mezzanine*, non saranno ripagate fino a quando le *tranche* di rango superiore, garantite dallo Stato, non siano state pienamente soddisfatte.

In virtù dell'art. 8 del Decreto, la garanzia diviene efficace solo allorquando la relativa banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più uno delle *junior note* e, in ogni caso, un ammontare di junior note (e, se emesse, di *mezzanine note*), che permetta lo smobilizzo - la *de-recognition* ai fini contabili - dei crediti cartolarizzati dai bilanci dell'*originator* e, su base consolidata, dai bilanci del relativo gruppo dell'*originator*, avendo a riferimento i principi contabili in vigore al momento in cui la relativa operazione di cartolarizzazione viene effettuata.

Ove la condizione sospensiva di cui si tratta non si verificasse entro 12 mesi dal giorno di adozione del relativo Decreto che concede la garanzia, l'*originator* perde il diritto alla concessione della garanzia e

la richiesta di concessione dovrà essere sottoposta *ex novo* dalla banca interessata alla garanzia.

Sotto un profilo più procedurale, l'art. 7, par. 1, lettera f), Decreto, precisa espressamente – quanto al contenuto della domanda da sottoporsi al MEF per il rilascio della garanzia – che la relativa banca venditrice sottoporrà anche una lettera di impegno, firmata da un legale rappresentante, al fine di trasmettere tempestivamente la documentazione che dimostri il trasferimento delle junior notes (e delle *mezzanine note*, ove emesse) le quali permettano lo smobilizzo (o *de-recognition*) dei relativi crediti NPL, insieme ad un apposito certificato dei revisori contabili. In aggiunta a ciò, potrebbe essere appropriato considerare la previsione di condizioni e garanzie (le *representation* e *warranty*)[62], da assumersi da parte della banca cedente nell'ambito dei documenti dell'operazione di cartolarizzazione. Tali impegni (o *undertaking*), di diversa natura, pur non obbligatori, vengono emessi a beneficio dell'emittente e dei *noteholder* (ovvero il rappresentante dei *noteholder*).

Lo Stato italiano, le autorità pubbliche e le società controllate, direttamente ovvero indirettamente, da autorità pubbliche non possono comprare le obbligazioni di rango inferiore (né quelle intermedie, se esistenti), ove siano emesse in un contesto di operazioni di cartolarizzazione e sia stata richiesta tale garanzia. Ai sensi dell'art. 13 del Decreto, il Ministro dell'Economia e delle Finanze può utilizzare una società con un capitale pienamente pubblico al fine della gestione delle operazioni di garanzia.

---

[62] Sul concetto di *representation* e *warranty*, si permette di rimandare a M. Hantjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *op. cit.*, 201. Le *representation* e *warranty* sono entrambe dichiarazioni inserite nel contratto, che indicano una serie di assunti che costituiscono le ragioni per cui entrambe hanno inteso aderire all'accordo.

La differenza fondamentale, tuttavia, è che le *representation* sono fatti presenti e passati che chiariscono le ragioni per cui le parti si sono impegnate all'accordo; ad esempio, una *representation* è la dichiarazione circa il fatto che il *representor* (una società) è costituita in un determinato ordinamento giuridico, e ciò è rilevante al fine della valutazione del merito di quella parte. Solitamente la violazione della *representation* consente alla *innocent party*, la parte che la subisce, di chiedere non solo i danni ma anche la *rescission*, la risoluzione del rapporto. Per contro, nel caso delle *warranty*, la stessa è inserita su richiesta di una parte al fine di proteggere quest'ultima da perdite in caso in cui un futuro evento si verificasse. La *innocent party*, in questo caso, è legittimata a chiedere esclusivamente i danni.

3.4.3. Modalità della domanda

In conformità dell'art. 10 del D.L.18/2016, la garanzia dello Stato (GACS – Garanzia sulla cartolarizzazione delle Sofferenze) è concessa con Decreto del MEF, dopo una formale richiesta da parte dell'*originator*, completa di tutta la necessaria documentazione; nel caso in cui l'operazione contemplasse un *multi-originator*, ossia più cedenti, gli *originator* faranno domanda congiunta.

In ogni caso, l '*originator* invia al MEF e alla CONSAP S.p.A., la formale richiesta. La CONSAP, definibile quale sorta di "manager" dell'operazione di cartolarizzazione con garanzia bancaria, è una società con un capitale interamente sottoscritto dal MEF, quindi un patrimonio interamente pubblico, quanto meno da un punto di vista economico. La formale richiesta di concessione della garanzia sarà inviata a mezzo di email certificata, e sulla base delle forme previste tanto dal MEF quanto dalla CONSAP, nei loro rispettivi siti web. Alla richiesta dovranno essere allegati una serie di documenti[63]. Non saranno prese in esame le domande prive dei requisiti di cui alla legge e alle linee guida dell'Autorità, o comunque non siano firmate dal relativo legale rappresentante dell'*originator*.

---

[63] Si indicano di seguito i documenti ed alcuni dati da segnalare:

1. il prospetto dell'operazione di cartolarizzazione e i codici ISIN delle senior note che devono essere garantite;
2. i termini e condizioni delle obbligazioni e i documenti del negozio di cartolarizzazione;
3. le lettere di *rating* e i *report* che confermino il rating in linea con le procedure delle *rating agency* (ad esempio i *report* di nuova emissione, il report di prevendita, o simili);
4. L'ammontare del "premio" connesso alla garanzia, calcolato ad una data che scada non oltre il quindicesimo giorno prima di quello in cui la richiesta venga formulata;
5. la lettera di impegni firmata dal legale rappresentante del cedente, con la quale questi si impegna a trasmettere prontamente la documentazione relativa al trasferimento delle *junior note* e, ove vi sia, la serie obbligazionaria *mezzanine*, al fine di consentire la *derecognition* dei relativi crediti cartolarizzati, insieme ad un appropriato certificato del revisore;
6. la lettera di impegni sottoscritta dal legale rappresentante dell'*originator*, con la quale questi si impegni ad informare o ad impegnarsi ad informare il Manager delle modifiche ai termini e condizioni delle note ovvero di alcuni dei documenti delle transazione.

Per quanto riguarda le procedure, la CONSAP procede secondo l'ordine cronologico delle richieste effettuate, nei quindici giorni lavorativi successivi al loro ricevimento, valutando la sussistenza dei requisiti e condizioni per l'ammissione alla garanzia secondo le disposizioni vigenti. Il risultato dello scrutinio sarà trasmesso senza indugio al MEF al fine di consentire a quest'ultimo di adottare il relativo provvedimento per la eventuale concessione della garanzia.

La CONSAP, inoltre, invia una copia delle richieste finalizzate al rilascio della garanzia (con la relativa documentazione) al soggetto indipendente di cui all'art. 3 del Decreto [64]. Più precisamente, ai sensi di tale previsione normativa, il MEF nomina "un soggetto qualificato indipendente per il monitoraggio della conformità del rilascio della garanzia" con le previsioni del Decreto medesimo e di quanto deciso in merito dalla Commissione Europea. Il terzo indipendente opera, quindi, quale vero e proprio *service provider*; per contro, la P.A. che conferisce l'incarico, ai sensi del Decreto, agisce quale *outsourcer*. Le ragioni della esternalizzazione non sono chiare; possono comunque ricondursi all'esigenza di assicurare massima trasparenza e autonomia di giudizio.

È da sottolineare che anche la cartolarizzazione con garanzia dello Stato, da effettuarsi nell'ambito della disciplina italiana della Legge 130, richiede che il veicolo rediga un prospetto. Ai sensi dell'art. 2, par. 2, della Legge 130, un prospetto informativo deve essere predisposto dalla *SPV* in relazione ad una operazione di cartolarizzazione, in particolare in coincidenza dell'ultimo stadio del processo negoziale, costituito dall'offerta al pubblico degli strumenti offerti dal veicolo. Il fatto poi che le "*asset-backed notes*" siano anche da ammettersi in un mercato regolamentato di strumenti finanziari[65], il relativo prospetto dovrà essere coerente con la legislazione vigente in Italia ma, *in primis*, in Europa[66].

---

[64] Ai sensi dell'art. 3 del Decreto, il MEF designa una entità esperta indipendente, al fine del monitoraggio della coerenza della garanzia dello Stato con le previsioni tanto del Decreto quanto della Commissione Europea.

[65] Potrebbe essere necessario ed utile, nel caso in cui le *note* dovessero essere usate, in relazione ai *desiderata* delle parti coinvolte in quella specifica operazione come *"collateral"* per le operazioni di credito dell'Eurosistema.

[66] Sebbene il tema sia più genericamente connesso alla L. 130, il "prospetto informativo" del negozio di cartolarizzazione indicherà le principali parti dell'operazione. Dunque, in linea di massima:

A. l'*originator*, dunque l'iniziale proprietario del portafoglio di attivi che sono trasferiti all'emittente ai fini dell'operazione di cartolarizzazione;

3.4.4. Requisiti di ammissibilità e di "mantenimento"

L'ammissibilità della concessione della garanzia è sottoposta a taluni requisiti, così come fissati nei termini e condizioni delle obbligazioni

---

B. l'*issuer*, un veicolo speciale costituito ai sensi della Legge 130, il quale comprerà il portafoglio di attivi da essere cartolarizzati, lo pagherà attraverso l'emissione di note e ripagherà il *noteholder* con le somme che incasserà dagli attivi cartolarizzati;

C. il *servicer*, che raccoglie gli introiti originati dai suddetti attivi e monitora il *pool* degli attivi cartolarizzati;

D. il *sub-servicer*, uno *"special" servicer*, quale entità sub-delegata del *servicer* per funzioni di raccolta e/o riscossione;

E. il rappresentante del *noteholder*, la società che agisce in luogo degli obbligazionisti del veicolo e degli altri creditori dell'emittente;

F. il *calculation agent*, la società cui è affidato il calcolo dei fondi disponibili nella cartolarizzazione ed il rilascio del *report* del pagamento;

G. la *account bank* (o banca d'appoggio), la banca dove i conti dell'*issuer* e della cartolarizzazione sono stati aperti e vengono tenuti nel periodo in cui l'operazione si svolge;

H. il *cash manager*, la società che rende qualificato (*eligible*) l'investimento per l'emittente (ove vi sia);

I. il *paying agent*, la società responsabile di fare il pagamento degli interessi e del capitale agli investitori al posto dell'emittente;

J. il *corporate servicer*, l'entità responsabile per la gestione delle materie di pertinenza dell'*issuer*;

K. il sottoscrittore delle *senior note*, ovvero chi, meramente, le detiene;

L. *mezzanine notes subscriber* (ove le mezzanine note siano emesse), ovvero il detentore delle mezzanine note;

M. Il sottoscrittore delle *junior note* ovvero il mero detentore delle stesse;

N. le agenzie di *rating*, dunque le agenzie coinvolte nella cartolarizzazione ai fini della valutazione di merito di credito (o *rating*) delle *tranche senior*, e delle *mezzanine*, ove siano esistenti, se dotate di *rating*.

O. l'*arranger*, dunque la banca che struttura l'operazione;

P. il *monitoring agent*, un mandatario cui sia stato conferito l'incarico di effettuare certe attività al fine del mantenimento della garanzia;

Q. la banca cedente, la banca che presenta l'istanza documentata al Ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 10 D.L. n.18/2016 del 14/2/2016 (nel presente lavoro denominato per brevità " Decreto").

(o note) emesse dalla *SPV* nel contesto della rilevante operazione di cartolarizzazione e degli altri documenti contrattuali.

In particolare, tra i termini e le condizioni delle *note* emesse dalla *SPV* si deve prevedere che il mancato pagamento a titolo di interesse delle senior note e la conseguente escussione della garanzia non implicano l'accelerazione (o decadenza dal beneficio del termine) dell'intera operazione di cartolarizzazione.

In relazione poi ai termini e condizioni delle note emesse dalla *SPV* nel contesto della relativa operazione di cartolarizzazione e dei relativi documenti contrattuali, non sarà concordata una serie di modifiche se non dietro il relativo assenso del MEF; tali modifiche riguardano in particolare:

- ogni cambiamento nel valore nominale ovvero nell'ammontare del capitale delle *senior note*;
- un incremento nel tasso di interesse applicabile alle *senior note* o, ove pagate prima delle *senior note*, nel tasso di interesse applicabile alle *mezzanine note*;
- ogni cambiamento nella data di scadenza delle *senior note*;
- ogni cambiamento negli eventi rilevanti (o *trigger event*) che permettono ai *senior noteholder* di dichiarare l'insolvenza (*default*) della relativa *SPV* ovvero di applicare o la priorità di pagamenti successiva alla accelerazione (dunque successiva alla decadenza dal beneficio del termine) ovvero la priorità di pagamenti successiva all'escussione;
- ogni cambiamento dei termini e condizioni delle *note* emesse dalla *SPV* nel contesto della relativa operazione di cartolarizzazione (ovvero degli altri documenti contrattuali) la quale risulti in un *downgrading* delle *senior note*;
- ogni cambiamento dei termini e condizioni contrattuali delle note emesse dalla *SPV* che siano fatte dopo l'escussione della garanzia ai sensi dell'art. 11 del Decreto.

Da ultimo, è da notare che, al fine dell'ammissibilità della garanzia, la relativa agenzia di *rating* deve avere accesso, in primo luogo, ad una gamma di informazioni rilevanti[67]. In secondo luogo, il *rater* dovrà ave-

[67] In particolare: i flussi di cassa attesi (*cash flow*), inclusi quelli che derivino dai contratti di copertura; le commissioni dovute al *servicer* in relazione al pagamento dell'interesse delle *note*; ogni altro costo connesso all'operazione; le commissioni che devono essere pagate per ottenere la garanzia; l'ammontare dovuto per le classi di note che non siano *senior note*.

re accesso ad informativa di tipo qualitativo e quantitativo in relazione al *servicer* che sia stato nominato al fine della riscossione dei crediti. Per di più, l'*originator* deve far sì che il soggetto indipendente riceva tutte le informazioni necessarie a verificare la coerenza con le regole che disciplinano la concessione della garanzia.

L'assenza di modifiche agli elementi e fattori di cui alla lista testé contemplata costituisce un requisito di mantenimento in relazione alla garanzia. Altri requisiti di mantenimento riguardano:

a. il rating delle obbligazioni di rango superiore, che non deve essere rimosso dalla relativa ECAI fino a quando le obbligazioni non siano state ripagate in pieno; e
b. l'esperto indipendente e qualificato, nominato dal MEF, che verifica la coerenza dell'emissione della garanzia con le disposizioni europee e italiane applicabili.

3.4.5. Inefficacia della garanzia

Per effetto dell'art. 8 del Decreto, ferma restando ogni disposizione di legge applicabile, e pur rimanendo inteso che il Ministro dell'economia e delle finanze avrà il diritto ad adottare ogni azione di natura legale nei confronti del cedente nel caso in cui la garanzia sia stata concessa sulla base di atti ovvero dichiarazioni che sono state fornite in modo non vero, incorretto ovvero incompleto, la garanzia è dichiarata inefficace in due circostanze. Più precisamente: la prima è relativa alla decisione dell'*originator* ovvero dei *noteholder* di risolvere il contratto di *servicing, che* si traduce in un *downgrading* del *rating* delle *senior note* da parte della agenzia *ECAI agency*[68]: l'altra, ipotesi che sembra scritta dal legislatore[69], è quella di modifica dei termini e condizioni delle obbligazioni emesse da parte della *SPV* nel contesto della relativa operazione di cartolarizzazione ovvero di modifica dei documenti contrattuali della relativa cartolarizzazione, modifiche non coerenti con le previsioni del Decreto [70].

---

[68] Uno scenario improbabile ove il mandato sia risolto e ne risulti un downgrading del rating da parte dell'agenzia ECAI.

[69] Sempre all'art. 8 del Decreto.

[70] Una norma di chiusura con la quale il Decreto vuole far salva l'ipotesi di inefficacia della garanzia per ogni altra circostanza che discenda da norme generali, diverse dal microsistema del 2016, in particolare il suo art. 8. Ciò vuol dire che ulteriori cause di inefficacia potranno discendere da principi e norme di carattere generale dell'ordinamento. Una scelta questa non del tutto

La inefficacia della garanzia sarà sancita da una decisione *ad hoc* del Ministro dell'Economia e delle Finanze, in coerenza con la Legge n. 241/2009, tenendo conto delle risultanze del *manager*, il *service provider*.

In realtà, come noto, la struttura dell'operazione di cartolarizzazione e i relativi documenti contrattuali di solito prevedono un meccanismo in base al quale, nel caso in cui il mandato sia risolto, un altro *servicer* (usualmente la società che, in base alla medesima documentazione della cartolarizzazione, era stata nominata quale gestore ovvero riscossore supporto, conosciuto come *back-up servicer*) è immediatamente nominato per sostituire il gestore che è stato revocato.

È infatti da rilevare che il gestore di supporto (o *back-up servicer*) già conosce le caratteristiche del portafoglio oggetto di cartolarizzazione ben prima della risoluzione del mandato del gestore. Non solo, ma riceve anche periodiche informazioni sui crediti cartolarizzati da parte del *servicer* (come ad esempio le comunicazioni del gestore, o *servicer report*) ed è, contrattualmente, già pronto a subentrare nel ruolo di *servicer* una volta che si verifichino le circostanze di risoluzione del *servicer*.

È stato sottolineato dalla dottrina italiana[71] che una delle peculiarità della disciplina del 2016 è il meccanismo di escussione della garanzia che, per effetto dell'art. 11 Decreto, può essere escussa al verificarsi di due condizioni[72].

In primo luogo, devono ricorrere i presupposti della escussione. La garanzia può essere escussa dal *senior noteholder* soltanto dopo il parziale o totale inadempimento dell'ammontare dovuto come capitale e interesse ed entro i nove mesi successivi alla scadenza delle *senior note*.

Occorre poi attenersi a modalità procedurali dell'escussione della garanzia, di talché dovranno essere seguiti specifici stadi negoziali: soltanto dopo che siano decorsi almeno 60 giorni dal pagamento dovuto del relativo ammontare, i *senior noteholder*, con l'accordo e attraverso

---

condivisibile, in quanto in realtà l'obiettivo del legislatore, al fine di sostenere il mercato dei titoli di tale tipologia, era quello di introdurre uno "scudo" civilistico, piuttosto che assoggettare la garanzia ad un rischio di invalidazione ed i titoli ad un rischio di tracollo finanziario sui mercati dei capitali.

[71] G. Consoli, *La GAGS. Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, *op. cit.*, pp. 457-470, particolarmente p. 469.

[72] Incidentalmente, è da notarsi che, ove vi siano termini nell'ambito della legge in parola, questi devono essere considerati perentori.

il rappresentante dei *noteholder*[73], possono inviare al cessionario una richiesta di pagamento di ogni ammontare dovuto e non pagato. Dopo ulteriori trenta giorni e comunque entro sei mesi dalla data di ricezione di tale richiesta, se nessun pagamento è stato fatto ai *senior noteholder*, con l'accordo ed anche attraverso il rappresentante dei *noteholder*, questi può chiedere l'intervento del garante, *ergo* la concreta escussione. In proposito, è stato sottolineato dai primi commentatori la presenza di una certa peculiarità nella nuova disciplina: poiché non si applicano ai *conduit* delle *securitisation* le norme in materia di rappresentanza, comunque previste per i titoli obbligazionari, la legislazione speciale (anzi, doppiamente speciale, in quanto è speciale rispetto al diritto speciale che è già la legge sulla cartolarizzazione) introduce per la prima volta, ed in via meramente indiretta, "una forma di creazione di una rappresentanza comune, su base contrattuale, al fine di prevedere un meccanismo di escussione comune"[74].

Entro 30 giorni dalla ricezione della relativa domanda da parte dei *senior noteholder*, il Ministero dell'Economia e delle Finanze corrisponderà l'ammontare non pagato dalla relativa *SPV* direttamente ai *senior noteholder*, senza ulteriori interessi o costi. In relazione a ciò, viene fatto notare che nulla osterebbe a consentire il pagamento delle somme al rappresentante dei titoli, quale mandatario dei *noteholder* medesimi. Su tale interpretazione, flessibile certamente, si potrebbero esprimere dei dubbi fondati sul fatto che la disciplina in parola nasce da esigenze, di tipo pubblico, con il coinvolgimento di soggetti pubblici, anzi con l'intervento dello Stato. Di qui forse l'esigenza di ritenere che il pagamento debba essere effettuato direttamente a ciascun obbligazionista, con esclusione di soggetti terzi, incluso il rappresentante. Una volta avvenuto il pagamento, il Ministero effettuerà una surroga nei diritti dei portatori. Nel caso di pagamento parziale, un tale diritto di surroga è subordinato "ai pagamenti dovuti "in conto interessi" ai portatori dei titoli"[75]. In dottrina tale surroga viene considerata *sui generis*,

---

[73] Il ruolo del *noteholder* viene definito correttamente "peculiare" (G. Consoli, *La GAGS. Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, *op. cit.,* p. 469), atteso che in questo modo il legislatore ha imposto una "forma di creazione di una rappresentanza comune, su base contrattuale, volta a prevedere un meccanismo di escussione comune" (*ibidem*, p. 469).

[74] G. Consoli, *op. ult. cit*., p. 469.

[75] G. Consoli, *op. ult. cit*., p. 470. Nel caso in cui il pagamento sia integrale, nel fare il relativo pagamento, il Ministero dell'Economia e delle Finanze è surrogato nei diritti dei *senior noteholder* ed è legittimato a recuperare: (i) l'ammontare pagato ai sensi della garanzia, (ii) gli interessi – al tasso legale –

in quanto "[..] lo Stato, a norma della citata disposizione, non subentra nella medesima posizione del credito soddisfatto, essendo il suo diritto – oltre che soggetto alle eventuali "limitazioni contrattualmente stabilite per l'esercizio dei diritti di questi ultimi – subordinato al diritto agli interessi dei portatori dei titoli senior". Piuttosto, lo Stato, "sulla base dei principi generali del diritto civile, dovrebbe concorrere, sia per la parte relativa al capitale, sia per la parte relativa agli interessi, con tali soggetti, secondo le regole della *par condicio creditorum*"[76].

3.4.6. I criteri della Banca Centrale Europea in merito ai collateral

Le linee guida UE 2015/510 della Banca Centrale Europea del 19 dicembre 2014 sulla implementazione del *framework* nella politica monetaria dell'Eurosistema (ECB/2014/60) fissano alcuni "*eligibility criteria"* per gli attivi al fine di consentire che gli stessi siano considerati accettabili per le operazioni di credito dell'Eurosistema medesimo.

Le linee guida trattano differentemente i requisiti di attivi che possono essere negoziati e quelli che non lo sono. Questi ultimi comprendono una serie di attivi: i depositi a scadenza (fixed-term deposits); i crediti; i RMBDs. Questa categoria generale non si applica alle obbligazioni emesse nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione.

D'altro canto, i *"marketable assets"*, gli attivi che possono essere negoziati, includono gli strumenti di debito che sono ammessi a negoziazione in un mercato e che soddisfino taluni *"eligibility criteria"*. Più in particolare, tali attivi negoziabili, devono essere strumenti di debito allineati ai requisiti di cui alla Parte Quattro, Titolo II, Capitolo 1, Sezione 1 delle linee guida. I requisiti generali riguardano, fra gli altri, il capitale, la struttura, la subordinazione, il luogo di emissione, il tipo di emittente o il garante e i relativi luoghi di attività.

Ne consegue che le obbligazioni emesse da un veicolo nel contesto di un negozio di cartolarizzazione dovranno soddisfare una serie di criteri, al fine di essere accettate quale collaterale, in operazioni di credito dell'Eurosistema. Come già detto, le *note* devono essere ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato. Vi sono tuttavia ulteriori requisiti:

---

maturati dalla data di pagamento alla data di recupero (iii) i costi di recupero in cui sia incorso.

[76] G. Guerrieri, *Investimenti in crediti e nuove cartolarizzazioni*, *cit.*, p. 472.

a. tutto il *cash flow* che venga generato dai suddetti titoli obbligazionari dovrà essere omogeneo e comprendere:
   1. mutui residenziali;
   2. mutui di immobili commerciali;
   3. prestiti a piccolo e medie imprese (SMEs);
   4. prestiti su auto;
   5. prestiti al consumo;
   6. crediti su leasing;
   7. crediti su carte di credito;
b. le *note* non conterranno alcun flusso di cassa che discenda dagli attivi che originino direttamente dalla *SPV* che ha emesso le note;
c. il *cash flow* generato dagli *asset* non consisterà, in tutto o in parte, nella realtà e nemmeno potenzialmente, di *credit-linked note*, contratti di *swap* o altri strumenti derivati, né di cartolarizzazioni sintetiche o pretese simili;
d. le *note* non daranno luogo a diritti al capitale e/o a interessi che siano subordinati ai diritti dei detentori di altre note emesse dalla stessa *SPV*;
e. le obbligazioni emesse dal veicolo saranno denominate in Euro o in una delle precedenti valute dei Paesi Membri dell'UE che fanno parte dell'Euro.;
f. le obbligazioni emesse avranno una valutazione di merito di credito che sia fornita da almeno due delle differenti agenzie ECAI. Inoltre, questa valutazione, ai fini dei requisiti richiesti per l'uso del *collateral*, dovrà essere espressa nella forma di due *rating* pubblici, uno almeno dei quali fornito da una agenzia di rating ECAI, in linea, quanto meno, con lo stadio 2 della qualità del credito 2[77], tenuto conto delle scale di rating armonizzato dell'Eurosistema; e

[77] L'Eurosistema considera una probabilità di *default*, in un orizzonte di un anno, quella dello 0.10%, che è equivalente alla valutazione di credito "*step 2*" sulla scala di credito dell'Eurosystem, anche questo armonizzato.

g. il *cash-flow* generato dagli attivi, i quali a loro volta supportano i titoli che sono "coperti" da mutui commerciali, non conterrà prestiti che siano strutturati[78], sindacati[79] o sottoposti a leva[80].

3.4.7. Procedure per il rilascio della garanzia da parte del MEF

Il rilascio della cosiddetta GACS è effettuato dal MEF sulla base di una procedura formale.

In particolare, il MEF, dopo aver ricevuto la domanda finalizzata al rilascio della GACS da parte del venditore, emetterà un formale provvedimento amministrativo (un *administrative deed*), nello specifico caso decreto del Ministro dell'economia e finanze (art. 10 D.L. 18/2016, più volte menzionato come "Decreto").

Il MEF nel decidere il rilascio della GACS verifica:

(i) il ricorrere dei requisiti prescritti; e

(ii) la copertura finanziaria [81]. Se la copertura finanziaria non è sufficiente a consentire il rilascio della GACS in relazione alle differenti domande, si osserva l'ordine cronologico delle relative domande.

Alla luce di quanto sopra e assumendo che tutti i requisiti per il rilascio della GACS siano soddisfatti e debitamente documentati nella domanda di rilascio della GACS (e che vi sia una copertura finanziaria), un provvedimento del MEF che non concedesse la GACS sarebbe appellabile dalla relativa banca venditrice dinanzi alle relative corti amministrative.

In aggiunta a ciò, e con riferimento alla procedura amministrativa che concerna il rilascio della GACS da parte del MEF, una tale pro-

---

[78] Ai sensi delle linee guida, il prestito strutturato (o *"structured loan"*) è un prestito che comporta tranche subordinate.

[79] Ai sensi delle linee guida, il prestito sindacato (o *"syndicated loan"*) indica un prestito fornito da un gruppo di *lender* in un prestito sindacato (*lending syndicate*).

[80] Ai sensi delle linee guida, il prestito a leva (o "*leveraged loan*") significa un prestito fornito ad una società che abbia già un considerevole grado di indebitamento, quale ad esempio il *buy-out* ovvero il finanziamento fatto a scopo di acquisizione (*take-over-financing*), laddove il prestito sia usato per l'acquisizione di un capitale della società che sia anche debitore del prestito.

[81] Le risorse finanziarie per il rilascio della GACS, infatti, sono contemplate ai sensi dell'art. 12 del Decreto.

cedura è disciplinata dalla legge amministrativa, dunque la n. 241 del 1990[82], sulla base dei principi generali. In particolare, ai sensi dell'art. 2, par. 2, della Legge 241 del 1990, a meno che non sia diversamente stabilito (e il Decreto non ha introdotto alcuna eccezione in tal senso), le procedure amministrative da eseguirsi da parte del Governo Italiano e delle amministrazioni pubbliche italiane (incluse quelle del MEF per il rilascio della GACS) saranno completate entro trenta giorni dalla data di sottoposizione della relativa domanda della parte interessata[83].

Non sorprende notare che la dottrina italiana si è impegnata nel qualificare la garanzia in questione nell'ambito dello schema giuridico della fideiussione ovvero in quello del contratto autonomo di garanzia. La garanzia dello Stato di cui trattasi è una garanzia a prima richiesta contenuta in una legge speciale[84]. Dunque, è una garanzia tipica, in quanto lo schema negoziale non è lasciato all'autonomia delle parti, ma è previsto ex ante dal legislatore, anche se trattasi non già del legislatore del codice, quanto di quello speciale.

Forme più efficaci di *credit enhancement* per il problematico settore bancario italiano potrebbero essere somme, *ergo* liquidità, rilasciate da un soggetto terzo, lo Stato italiano, presso un *escrow agent* (una banca internazionale), e vincolate a beneficio dei sottoscrittori delle *senior note*, in caso di inadempimento da parte del veicolo.

In ordine al dibattito circa la qualificazione giuridica della garanzia in argomento, sembra prevalere in dottrina l'opinione che trattasi di fideiussione, in quanto l'espressione "a prima richiesta", che sicuramente connota il testo legislativo, non costituisce indice della sussistenza di una garanzia autonoma. Essendo la garanzia rilasciata da uno stato ed avendo caratteristiche pubblicistiche (lo Stato interviene nell'economia

[82] Per la funzione del rinvio ad una legge generale sul procedimento, anche con riguardo all'esperienza di altri ordinamenti, si veda in particolare, G. Napolitano, *La logica del diritto amministrativo*, Bologna, 2020, pp. 264–270.

[83] In questo caso, ciò sarebbe la data di richiesta da parte della banca venditrice, *rectius* cedente, al fine del rilascio della garanzia. A tal proposito si rimanda all'art. 2, par. 6, della Legge 241 del 1990.

[84] Più in generale, la clausola a prima richiesta, secondo l'insegnamento più recente della Cassazione, non è decisiva al fine della qualificazione del contratto quale "autonomo", essendo l'astrattezza del rapporto sottostante, dunque l'inopponibilità di alcuna eccezione, il vero elemento qualificante. Di tal via, la garanzia dello Stato di cui al Decreto (art. 8) sarebbe ascrivibile, secondo tali autori, allo schema fideiussorio.

con un atto straordinario al fine di supportare le sue malmesse banche), è lo schema legislativo stesso che definisce la fattispecie, in modo autonomo.

La stessa finalità di rilascio della garanzia, eccezionale e straordinaria, qual è il supporto del sistema bancario italiano attraverso l'approvvigionamento di liquidità nei mercati internazionali di fondi, rende la garanzia in parola uno strumento puramente pubblicistico, in cui gli elementi privatistici, quali ad esempio la corresponsione di un corrispettivo per l'impegno da parte dello Stato (ai sensi dell'art. 9, co. 3, Decreto), sembrano costituire elementi meramente recessivi[85].

In astratto si può discutere se la garanzia rilasciata dallo Stato italiano per il tramite della Consip, nell'attuale schema legislativo del 2016, costituisca una fideiussione ovvero un contratto autonomo di garanzia, prevalendo verosimilmente quest'ultimo opinione, sulla scorta del fatto che l'espressione "a prima richiesta", che sicuramente connota il testo legislativo, non costituisce indice della sussistenza di una garanzia autonoma.

3.5. Il sale and purchase agreement *e i* receivable: *dal* common law *al* civil law

Il trasferimento dei crediti (o *sale of receivable*), che rappresenta l'essenza delle operazioni di finanza strutturata, è stato esaminato, soprattutto nell'ambito della dottrina italiana e Continentale, attraverso le lenti del concetto legale di compravendita (*sale and purchase agreement*). Data la natura transnazionale delle operazioni in parola, poiché la *SPV* è usualmente costituita in una giurisdizione di una nazione terza, è necessario esaminarne le implicazioni di diritto internazionale. Questa analisi è anche strumentale a chiarire l'impatto della "regolamentazione" (nel senso di *regulation*) su concetti quali la notifica alle parti terze (i debitori) anche nella interazione fra giurisdizioni (*Rome Convention I*) e regole interne esistenti in ciascuna giurisdizione.

Si pone, in sostanza, l'esigenza di una disamina delle regole sulla revocatoria e delle specifiche previsioni giuridiche introdotte dal nuovo Regolamento Cartolarizzazioni, come è già stato accennato in varie parti del presente lavoro. L'interazione fra regole transnazionali, di cui

[85] Per una definizione del concetto pubblicistico di garanzia dello Stato, cfr. N. Gioffrè, *Le garanzie prestate dalla Stato*, Padova, 1983.

per definizione al Regolamento Cartolarizzazione, e quelle esistenti in uno Stato Membro, ne costituisce naturale corollario.

Inoltre, appare necessaria anche una disamina del prospetto dei prodotti cartolarizzati. La filosofia sottostante il prospetto, di cui ad una specifica ed autonoma disciplina, è sovrapposta criticamente ai Regolamenti UE sulle *securitisation* e alle relative regole applicabili. L'esegesi delle regole che disciplinano l'obbligazione dell'*offeror* dei prodotti cartolarizzati viene effettuata anche con riferimento alla principale letteratura che nell'area del prospetto è rifiorita in Europa negli ultimi 15 anni[86].

Nell'ambito della nuova legislazione non sono codificate le agenzie di valutazione del merito di credito, *player* essenziali del processo di cartolarizzazione. Pertanto, la *sedes materiae* dei suddetti player rimane pur sempre la legislazione EU del 2009, come modificata nel 2011 e 2013. Ciò nondimeno, il ruolo delle *CRA* (*Credit Rating Agency*) è esaminato con riferimento alla nuova legislazione in tema di cartolarizzazioni. Una analisi dettagliata è fornita con riferimento ai seguenti punti: il loro ruolo nell'intero processo di *securitisation*, da un punto di vista privatistico; la loro responsabilità *vis-à-vis* gli investitori. Da tale prospettiva, si effettua nella presente parte del lavoro anche una ricerca incidentale del regime di responsabilità di tali soggetti, fra *civil law* (e l'Italia costituisce il parametro) ed il *common law*, quello anglo-gallese. Sono esaminate, nel volume, le maggiori controversie legali, non solo quelle attuali ma anche quelle che possono teoricamente originarsi in futuro ora che la "*securitisation regulation"* è pienamente efficace.

[86] In tema di disciplina europea dei prospetti ed in particolare quella di cui all'ultimo Regolamento Prospetti, cfr. P. de Gioia Carabellese, *The New Prospectus Regulation: Towards a (Quasi) Unified Legislation of the European Capital Markets*, in *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, 2019, pp. 407-443. Cfr. "Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GUUE del 30 giungo 2017)", in questa sede definito "Regolamento Prospetti".

È noto che la cessione del credito[87] rientra nell'ambito delle facoltà del creditore, conformemente all'art. 1260, c.c.[88]. Solitamente intercorre senza l'assenso del debitore, in quanto è irrilevante per il debitore se l'adempimento debba essere fatto a favore del cedente ovvero del cessionario[89]. Nella dottrina italiana si evidenzia anche che la cessione abbia una *vendendi causa*, che rappresenterebbe il caso normale di cessione, ovvero una *donandi causa*, che si conforma alla donazione, ovvero da ultimo la *solvendi causa*, effettuata per estinguere un'altra obbligazione. La cessione del credito bancario, in quanto la banca sia cedente, non è vietata da disposizioni normative, anche se, proprio dopo la crisi finanziaria del 2008, autorevole dottrina italiana[90] aveva tuonato contro la stessa *ratio essendi* della cessione dei crediti, ritenuta quale involontario volano dell'insolvenza di diverse banche italiane.

È già con la disciplina del *factoring*, di cui alla legge 21 febbraio 1991, n. 52, che l'ordinamento italiano ha inciso nella materia della

---

[87] Una analisi sistematica del contratto di cessione del credito può leggersi in P. Perlingieri, D. Valentino, *Modificazioni soggettive dal lato creditorio: cessione del credito*, in P. Perlingieri, *Manuale di diritto civile*, 9° ed., Napoli, 2018, pp. 351-357.

[88] A. Trabucchi, *Istituzioni di diritto privato*, 49° ed., *op. cit.,* p. 896. Viene sottolineato: "Non sono cedibili i crediti a carattere strettamente personale, quali il diritto a ricevere gli alimenti o i crediti di prestazioni a vantaggio specifico di determinati soggetti [..]" (*ibidem*).

[89] Il carattere consensualistico della cessione è evidenziato alquanto nella dottrina italiana. Cfr. *ex plurimis* G. Iudica, P. Zatti, *Linguaggio e regole del diritto privato*, XX ed., Milano, 2019, pp. 268-270. Per una disamina generale del concetto di cessione del credito e più in generale di modificazione delle obbligazioni, cfr. anche V. Roppo, *Diritto privato. Linee essenziali*, V ed., Torino, 2018, pp. 248-255; G. Grisi, *La disciplina dell'obbligazione*, in *Manuale del diritto privato*, II ed., a cura di S. Mazzamuto, Torino, 2017, pp. 593-564, in particolare pp. 539-542; G.M. Uda, *Obbligazioni*, in *Diritto privato*, a cura di S. Patti, Milano, 2017, pp. 397-538, particolarmente pp. 487-497. A tale proposito, quest'ultimo Autore sottolinea quanto segue:

"Il diritto di credito è qualificabile come bene giuridico e più precisamente come bene giuridico immateriale, e come tale idoneo alla circolazione giuridica, ossia il trasferimento da un patrimonio a un altro. In questo caso il diritto di credito viene acquisito nel patrimonio a titolo derivativo" (*ibidem*, p. 487).

Sulla circolazione e le altre vicende del credito e del contratto, cfr. F. Galgano, *Diritto privato*, 17° ed., Milano, 2017, pp. 431-440.

[90] F. Merusi, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito, op. cit.,* pp. 253 ss.

cessione dei crediti. Con il *factoring*, si ha una cessione in blocco dei crediti commerciali, anche futuri, a differenza della disciplina civilistica italiana, in cui è solo la giurisprudenza che permette un tale schema negoziale[91]. In tal caso, la cessione deve avvenire entro i due anni dal contratto sul quale il credito futuro viene a basarsi[92]. Ulteriori elementi soggettivi del *factoring* sono la qualifica soggettiva del cedente, che deve essere un imprenditore che provveda alla cessione di crediti sorti nell'esercizio dell'attività di impresa, e del cessionario, che deve essere una banca ovvero un intermediario finanziario.

Nella categoria della cessione dei crediti e nell'ambito dell'ordinamento italiano, che ne ha previsto una specifica cornice normativa[93],

---

[91] Sulla natura del *factoring* e la sua causa, cfr. da ultimo, G. Desiderio, *Il factoring*, in *L'attività delle banche*, 2° ed., a cura di A. Urbani, Milano, 2020, pp. 331-346.

[92] La dottrina (P. Ferro-Luzzi, *La "cartolarizzazione": riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Impresa*, 2001, p. 3 ss.) sottolinea che sui crediti futuri l'orientamento potrebbe non essere univoco. Da un lato si può ritenere che, in forma restrittiva, il credito futuro è "quello di cui già esiste la fattispecie, normalmente contrattuale, che prevede il fatto da cui dovrà nascere il credito, ancorché il fatto non sia ancora verificato". In una visione più ampia, il credito futuro è quello "di cui meramente si ipotizzi la nascita", con il rischio che si vada a cartolarizzare un *wishful thinking* ovvero "sogni e fantasie", a parafrasare le parole di un illustre studioso (P. ferro-Luzzi, *op. ult. cit.*). In ogni caso nel novero di crediti futuri dovrebbero ricomprendersi anche flussi di cassa, dunque crediti futuri a breve, quali bollette di utenze domestiche, anche se la dottrina italiana, su questo punto, già anni addietro sollevava sottili questioni giuridiche, non sempre colte. In particolare, nel caso di cartolarizzazione di flussi di cassa, in cui vi sia contestualità fra prestazione e pagamento, potrebbe risultare finanche difficile individuare un credito, in quanto il lasso temporale esistente è troppo limitato. A livello civilistico, nessuno sembra aver sostenuto in Italia la conclusione che, a guardare le dinamiche "documentali" delle cartolarizzazioni, ove si va a trasferire non tanto un coacervo di crediti, quanto in primo luogo un *master agreement*, cui fa seguito in forma rotativa un pool di crediti che dai primi vengono a sorgere, molto spesso su base rotativa, una legge domestica in tema di cartolarizzazione avrebbe dovuto fare riferimento non tanto ad una cessione dei crediti, di cui agli artt. 1260 ss., c.c., quanto piuttosto ad una cessione del contratto, fatte salve le opportune variazioni contrattuali, fra cui la deroga all'obbligo del consenso del contraente ceduto.

[93] Si è soliti sostenere nella letteratura italiana che il *factoring* è un istituto di derivazione del *common law*. L'affermazione andrebbe meglio contestualizzata. Il *common law*, che è infatti ordinamento notoriamente riluttante, se non quale eccezione alla regola, a consentire un intervento della

rientra il *factoring*, che pur sempre ascrivibile ad un contratto di cessione, svolge funzioni di finanziamento alle imprese, in quanto il cessionario è anche intermediario, adeguatamente finanziato da un punto di vista della dotazione del capitale. La capitalizzazione del *factor, quale intermediario,* lo differenzia dal veicolo di una operazione di *shadow banking* e dunque dal cessionario di una operazione di cartolarizzazione, quest'ultimo, ai fini di vigilanza, quasi privo di capitale sociale (*thinly-capitalised company*).

Come evidenziato a livello manualistico[94], "gli imprenditori, il più sovente in attuazione di un negozio obbligatorio di cornice, cedono anche in massa i loro crediti commerciali, eventualmente anche futuri (purché sorti da contratti stipulati entro il biennio dalla cessione [..]) all'impresa di *factoring*. Tale cessione avviene dietro corrispettivo, pari all'ammontare dei crediti ceduti detratti i diritti di commissione, e spese di riscossione, computati i rischi connessi all'insolvenza di debitori, e così via".

L'ordinamento italiano, per effetto della citata Legge Factoring, prescrive che il cedente sia un imprenditore e il cessionario una banca ovvero un intermediario finanziario[95], laddove la possibilità per il

---

legge (lo *statute*) nel diritto pretorio (quello regolato dai giudici), non prevede in alcun modo la figura del *factoring*, se non nella prassi negoziale. Nella teoria del contratto del diritto anglo-gallese, non vi è un divieto a porre in essere forme di cessione, nemmeno quelle di crediti, da cui la possibilità per le parti di porre in essere operazioni di cessione dei crediti. Per contro, la dottrina italiana, in modo corretto, evidenzia una qualche vaga connessione fra *factoring* e compravendita (A. Luminoso, *La compravendita*, 9° ed., Torino, 2018, p. 17). L'Autore sottolinea:

"Un analogo ordine di considerazioni [, una forma di collaborazione ed integrazione economica particolarmente intensa] rispetto a quelle che precedono richiama il confronto tra la vendita ed il *factoring*, quantunque l'area applicativa di quest'ultima figura sia del tutto estranea a quella dei contratti di distribuzione. Anche il factoring costituisce un contratto (socialmente tipico) che, pur comportando lo scambio di crediti dietro un corrispettivo di un prezzo, si differenzia dalla vendita per la maggiore complessità degli interessi coinvolti, rispetto ad una pura e semplice cessione a titolo oneroso di crediti, che dà vita ad una rete articolata di prestazioni e servizi diversificati resi dal *factor* – dietro compenso – all'impresa cliente, nel quadro di un'operazione unitaria, tendenzialmente di durata, che programma, di regola, una serie indeterminata di trasferimenti di crediti di impresa" (*ibidem,* p. 17).

[94] A. Trabucchi, *op. cit.,* p. 898.

[95] Si tratta in particolare di un intermediario finanziario non bancario, iscritto all'albo di cui all'art. 106, TUB. La dottrina italiana (F. Vella, G.

cessionario, in caso di inadempimento del debitore ceduto, di rivalersi nei confronti del cedente (cessione *pro solvendo*[96], *versus* cessione *pro soluto*[97]), è una scelta rimessa all'autonomia delle parti che è compatibile con la tipologia privatistica del *factoring*[98]. Nel *factoring* italiano, la scelta automatica è che la cessione sia *pro solvendo*, in quanto il cedente assicura anche la solvenza del debitore ceduto. Tuttavia, ove il cessionario rinunciasse a tale garanzia, il *factoring* risponderebbe a funzioni assicurative, "poiché l'imprenditore che cede il credito e incassa il corrispettivo, se non deve garantire la solvenza del debitore, non corre il rischio della sua insolvenza, rischio che invece si accolla il *factor*"[99].

Nella cartolarizzazione, per contro, l'*assignee*, il veicolo, assume anche il rischio della solvibilità, in quanto un'*assignment of receivables*, una cessione dei crediti in cui non vi fosse la garanzia della liquidità, sarebbe finanche in contrasto con il principio della *true sale*, anzi non

---

Bosi, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019, pp. 109) evidenzia che gli intermediari finanziari non bancari rappresentano una "categoria composita, il cui tratto unificante può essere individuato nel ricomprendervi società che emettono finanziamenti, secondo modalità proprie dei casi specifici, spesso aggiungendosi alla pratica dell'erogazione di credito la prestazione di servizi accessori (a loro volta tipici dell'intermediario, o propri dell'operazione); mentre non è consentita la raccolta del risparmio tra il pubblico."

Si aggiunge anche che gli intermediari finanziari non bancari costituiscono una specificità italiana, certamente estranea, ad esempio, alla legislazione britannica, e ricomprendono, come richiamato dalla stessa autorevole dottrina (F. Vella, G. Boso, *op. cit.,* p. 110) "intermediari che concedono credito in qualsiasi forma, comprese anche le sole garanzie sostitutive e gli impegni di firma, e inclusi i finanziamenti erogati congiuntamente a operazioni di locazione finanziaria, acquisto di crediti, credito al consumo, credito ipotecario, prestito su pegno, rilascio di fideiussioni, avallo, apertura di credito documentaria, girata, impegno a concedere credito, nonché ogni forma di rilascio di garanzie e impegni di firma".

Sul difficile confine fra intermediazione bancaria e non bancaria, cfr. C. Brescia Morra, *Il diritto della banche*, Bologna, 2017, pp. 69-91.

[96] Nella prassi degli affari di lingua inglese, questo sarebbe l'*assignment with recourse*.

[97] Ciò costituirebbe l'*assignment without recourse*.

[98] Nella dottrina italiana, riflessioni in merito al *factoring* sono rinvenibili in: G. Zuddas, *Il contratto di factoring*, Napoli, 1983; G. De Nova, *Nuovi contratti*, 2 ed., Torino, 1994; R. Clarizia, *Factoring*, in *Trattato Bessone*, Torino, 1999.

[99] *Ibidem*.

sarebbe nemmeno una vera vendita e, pertanto, la vendita, di per sé, anche ai fini bilancistici, non si configurerebbe in quanto tale idonea a smobilizzare gli attivi del cedente[100]. Appare altresì chiaro che la cessione *pro soluto* corrisponde alla cartolarizzazione *limited recourse*, mentre quella *pro solvendo* sembra più in linea con la cessione *without recourse*.

Rispetto alla disciplina civilistica italiana il recente Regolamento Cartolarizzazioni, il quale – *repetita iuvant* - non introduce una disciplina uniforme delle operazioni di cartolarizzazione, piuttosto un microsistema di regole prudenziali, volte a conferire uno stato – STS – ai titoli emessi dal veicolo -, sembra attribuire meno importanza alla figura giuridica della cessione, nell'ambito del più ampio fenomeno della cartolarizzazione. Essendovi il pieno riconoscimento della cartolarizzazione sintetica, la quale consiste nell'assunzione da parte di un veicolo di un rischio di credito di un altro, ma senza cessione del credito, ciò che rileva, al fine di definire la fattispecie, è piuttosto la traslazione del rischio, con conseguente segmentazione dello stesso in classi, e pagamenti connessi alle diverse classi.

La norma unionale, dunque, è più ampia rispetto a quella civilistica italiana, come appena detto. All'apparenza potrebbe essere anche tacciata di assenza di tecnicismo, in quanto non fa riferimento ad un tradizionale concetto di tipo codicistico ("continentale"), come appunto quello italiano di cessione del credito[101]. In realtà, è da considerare che la normativa unionale, la quale ora è in grado di fornire definizioni giuridiche, di tipo vincolante, deve necessariamente tener conto delle diverse tradizioni degli ordinamenti dell'unione europea, fra cui quelli di *common law* in cui il concetto di cessione del credito non è codifica-

---

[100] In tema di cessione del credito in generale, cfr. V. Panuccio, *La cessione volontaria dei crediti nella teoria del trasferimento*, Milano, 1955; C.m. Bianca, *Il debitore e i mutamenti nel destinatario del pagamento*, Milano; 1963; P. Perlingieri, *Della cessione dei crediti*, in *Commentario Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1982. Più in generale, A. Checchini, G. Amadio, *Lezioni di diritto privato*, 11° ed., Torino, 2017, il quali evidenziano che non possono formare oggetto di cessione "crediti strettamente *personali*, come il credito alimentare" (*ibidem*, p. 416) e che, più in generale, la cessione del credito "è l'effetto di un contratto fra il vecchio creditore (cedente) e il nuovo creditore (cessionario) che si perfeziona senza bisogno del consenso del debitore ed anche contro una sua volontà" (*ibidem*, p. 416).

[101] È emblematico che il Regolamento Cartolarizzazioni non fa riferimento, in ambito definitorio, al concetto di *originator*, quanto a quello, più tecnico legale, di cedente ovvero, nella versione inglese, di *cedent*.

to e ove, pertanto, la cessione del credito si inquadra nella autonomia privata del *"sale and purchase agreement"*, un contratto di compravendita che, nella misura in cui non violi norme di diritto pubblico (*public policy rules*), non rientra in schemi legali predefiniti.

Il 1° considerando medesimo chiarisce l'ambito delle operazioni di cartolarizzazione.

> "La cartolarizzazione implica operazioni che consentono a un prestatore o a un creditore (di solito un ente creditizio o una società) di rifinanziare un pacchetto di prestiti, esposizioni o crediti, quali prestiti immobiliari, prestiti per veicoli o leasing auto, prestiti al consumo, crediti su carte di credito o crediti commerciali, trasformandoli in titoli negoziabili. Il prestatore raggruppa i crediti e li riconfeziona in un portafoglio, articolandoli in diverse categorie di rischio destinate ai diversi investitori; in questo modo permette agli investitori d'investire in crediti e altre esposizioni a cui di norma non avrebbero accesso diretto. Gli investitori ricavano il rendimento generato dal flusso di cassa dei crediti sottostanti."

Merita anche sottolineare che la definizione unionale di cartolarizzazioni, di per sé, dunque concettualmente, compatibile con una figura di re-cartolarizzazione, limita fortemente questa figura per ragioni pratiche.

È infatti l'8° 'considerando" a definire il perimetro delle cartolarizzazioni di secondo grado.

"Il presente regolamento introduce un divieto di ricartolarizzazione, fatte salve le deroghe per determinati casi di ricartolarizzazioni utilizzate per fini legittimi e le precisazioni riguardo al fatto se i programmi di emissione di commercial paper garantiti da attività (ABCP) siano da considerarsi ricartolarizzazioni. Le ricartolarizzazioni potrebbero ostacolare il livello di trasparenza che il presente regolamento cerca di stabilire. Tuttavia, in casi eccezionali le ricartolarizzazioni possono essere utili per salvaguardare gli interessi degli investitori. Pertanto, le ricartolarizzazioni dovrebbero essere consentite solo in casi specifici stabiliti dal presente regolamento. Inoltre, è importante per il finanziamento dell'economia reale che i programmi ABCP interamente garantiti che non introducono eventuali risegmentazioni in aggiunta alle operazioni finanziate dal programma restino al di fuori dell'ambito di applicazione del divieto di ricartolarizzazione."

L'art. 2, par. 1, n. 4) definisce la ricartolarizzazione quale "una cartolarizzazione in cui almeno una delle esposizioni sottostanti è una posizione verso una cartolarizzazione".

I crediti che possono formare oggetto di cartolarizzazione possono essere di diversa tipologia. Solitamente, quando si pensa ad una operazione di cartolarizzazione, il pensiero va ai mutui ipotecari, ossia a quei crediti che vengono concessi per finanziare l'acquisto di una casa e che sono garantiti da un mutuo, ovvero altri crediti contratti da un consumatore, come carte di credito, contratti di leasing, ed anche i crediti vantati da operatori per il pagamento delle rate[102]. Tuttavia, anche i cre-

[102] In ambito italiano e relativamente alla Legge 130, i crediti oggetto di cartolarizzazione sono individuati con riferimento ad una serie di categorie, come sottolineato dai primi *Scholar* che ebbero a commentare sulla normativa in esame (G. Bei, *La cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, in *Impresa*, 2003, pp. 9 ss.

In primo luogo, i crediti in sofferenza - tipologia sfruttata fin dall'inizio dalle banche italiane - che hanno consentito alle stesse di avere "autofinanziamento di grande entità dovuto alla vendita dei titoli emessi dall'SPV [..]".

Viene evidenziato anche (G. Bei, *La cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti, op. cit.*, *passim*) che i crediti fondiari o, nel *common law* inglese, i *mortgage*, costituiscono l'ulteriore tipologia di crediti. Questi sono disciplinati dagli artt. 38 ss, TUB. Questa norma, tuttora, stabilisce che il credito fondiario concerne "la concessione, da parte di banche, di finanziamenti a medio e lungo termine garantiti da ipoteca di primo grado su immobili." I vantaggi di tali crediti sono dati dal fatto che sono assistiti da ipoteca, anche se il legislatore non consente l'esercizio del credito fondiario a enti che non siano banche, con esclusione pertanto degli intermediari finanziari.

I crediti da *leasing* possono formare oggetto anche di cartolarizzazione, quanto meno ai sensi della Legge 130. Ovviamente in questo caso l'oggetto della cartolarizzazione sarà costituito dal canone che il *lessee* deve pagare al *lessor*.

Anche il credito al consumo può formare oggetto di cartolarizzazione, intendendosi per credito al consumo il credito a fronte del quale sia stato concesso un diritto reale di garanzia sul bene acquistato col denaro ricevuto in prestito (G. Bei, *La cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, *op. cit.*, *passim*). Si deve ritenere che il credito su pegno, non espressamente menzionato dalla Legge 130, potrebbe rientrare, a fortiori dopo la entrata in vigore del Regolamento Cartolarizzazione, fra i crediti che ne possono formare oggetto, nella misura in cui l'operazione di cartolarizzazione posta in essere rientri nelle caratteristiche strutturali della cartolarizzazione di cui al Regolamento UE.

diti concessi a controparti professionali come mutui su beni immobili commerciali possono formare oggetto di cartolarizzazione[103].

Poiché i crediti o *receivables* sono gli attivi sui quali ogni operazione di cartolarizzazione è organizzata, è essenziale ridurre il rischio di credito associato agli stessi. Il rischio di credito è il rischio associato al fatto che il debitore in un rapporto obbligatorio debba pagare il capitale (*principal*) e gli interessi (*interest*). Mitigare un tale rischio potrebbe essere realizzato in diversi modi.

In primo luogo, il rischio di credito, dunque il rischio del mancato pagamento del capitale e degli interessi sui crediti, è mitigato attraverso una attenta selezione dei crediti che devono essere trasferiti alla *SPV*. Al fine di ricevere un elevato *rating* dei titoli emessi dal veicolo, soltanto i *receivable* con un rischio di default basso, i.e. i crediti che saranno pagati con più alta probabilità e per i quali è prestata una adeguata garanzia, saranno idealmente trasferiti alla *SPV*.

In secondo luogo, il rischio di credito sui *receivable*, i crediti, può essere ridotto attraverso una garanzia da parte dell'*originator* ovvero di una parte terza, garanzia da concedersi a favore della *SPV*. La garanzia assicurerebbe il pagamento sui *receivable*, ma dovrebbe essere non troppo "estesa", poiché altrimenti vi è un rischio di riqualificazione dell'operazione quale garanzia[104]. Per estesa, termine utilizzato dalla dottrina in inglese, anche se in chiave dialetticamente provocatoria, dovrebbe intendersi una garanzia in cui l'impegno del garante è incondizionato e, al tempo stesso o semplicemente in alternativa, l'impegno del garante è esteso a tutto il portafoglio, invece che ad una sua parte.

Una terza possibilità di ridurre il rischio di credito sui *receivable* è il rilascio di una polizza assicurativa. Questo significa che il pagamento del capitale e degli interessi su una categoria di portafogli (*pools of claims*) è assicurato da una parte professionale, un assicuratore.

Il tema dei *receivable*, è inutile dirlo, pone anche sottili tematiche di tipo civilistico, le quali non vengono sopite, ma anche diventano ancora più macroscopiche per effetto del Regolamento Cartolarizzazioni. Il tema è connesso in particolare alla sovrapposizione fra Regolamento Cartolarizzazioni e Legge 130.

---

[103] Sull'ambito della Legge 130, con particolare riguardo ai derivati di credito, cfr. Turri G., *Ambito oggettivo di applicazione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Società*, 2004, pp. 1493 ss.

[104] Sulla riqualificazione ovvero *recharacterization*, cfr. M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit.*, p. 255.

Il Regolamento Cartolarizzazioni, all'art. 2, par. 1, definisce la cartolarizzazione nel seguente modo:

"l'operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti, avente tutte le seguenti caratteristiche:

a) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o dello schema dipendono dalla performance dell'esposizione o del portafoglio di esposizioni;
b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema;
c) l'operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013."

Molto diversa è per contro il modo in cui il legislatore domestico, in specie italiano, si riferisce all'operazione di cartolarizzazione. Questa è definita una cessione di crediti, anche futuri, di natura pecuniaria. In particolare, l'art. 1, Legge 130, prevede l'applicabilità della legge alle operazioni di cartolarizzazione "realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono i seguenti requisiti:

a) il cessionario sia una società prevista dall'articolo 3 [della Legge 130];
b) le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione."

Il concetto di "pecuniario"[105], previsto nella disciplina italiana delle cartolarizzazioni, non ricorre nella recente disciplina europea, anche se

[105] Il credito pecuniario è quel credito avente ad oggetto somme di denaro, secondo la dottrina italiana (P. Ferro-Luzzi, *La "cartolarizzazione": riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Impresa*, 2001, pp. 3 ss.). Di tal via sarebbe possibile, nella disciplina italiana, cartolarizzare crediti, ma non posizioni contrattuali. Fra i crediti non pecuniari rientrerebbe quello che ad oggetto la cessione di un bene, ad esempio, ovvero l'assunzione di un impegno. Lo stesso Autore, correttamente, in altra sede (P. Ferro-Luzzi, *Comma 1. I*

forse veniva dato per scontato in passato, in quanto non constavano casi di cessione di crediti non pecuniari. Per contro, il quesito non si deve più ritenere inappropriato, in quanto più recentemente si registrano operazioni di cartolarizzazione più creative in cui il credito ceduto è un impegno a fare del debitore ovvero del coacervo dei debitori ceduti. Questo *facere* che si insinua nel rapporto fra debitore e creditore e che costituisce oggetto della cartolarizzazione potrebbe consistere nell'adempiere un'obbligazione, anche vis-a-vis la collettività, come ad esempio un impegno di tipo ambientale da parte di imprese[106]. In tale logica devono inquadrarsi gli impegni ad effettuare un'attività di cui beneficia il pubblico nel suo complesso, ad esempio di tipo ambientale. Nello scenario delineato, tale tipologia *ad hoc* di cessione del credito si inquadrerebbe in un concetto di *corporate social responsibility*. Gli investitori comprerebbero i titoli emessi dal veicolo, "garantiti" da crediti non pecuniari, in quanto apprezzerebbero e terrebbero in adeguata considerazione l'impegno sociale (nel senso di *sociological*, piuttosto che di *company*) dell'ente.

La possibilità di una interpretazione "creativa" del concetto di credito è anche ascrivibile al fatto che, nel diritto che maggiormente governa in Europea tali operazioni (il diritto anglo-gallese), l'*assignment* (la cessione) non riguarda solo i crediti (*receivable*) ma anche le – più

---

crediti pecuniari, presenti e futuri, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, *op. cit.,* pp. 150-157, particolarmente p. 151) definisce pecuniario "un credito avente ad oggetto una somma di denaro". Viene aggiunto:

"Concetto evidente, [quello del credito pecuniario,] sebbene si debba ricordare che tale definizione finisce per dar luogo ad un circolo vizioso quando poi, nel dare del denaro una definizione strettamente giuridica, ed eminentemente parziale ed insoddisfacente, si parla di denaro come la cosa, la *res* (la cui individuazione è compito eminentemente pubblico, quondo gelosa prerogativa dello Stato) la cui consegna, dazione, estingue i debiti pecuniari".

La visione dell'autorevole *Scholar* è da collocarsi in un contesto storico e giuridico in cui l'unica moneta è quella emessa dallo Stato. *Mutatis mutandis*, apparirebbe interessante chiarire se debiti che possano essere adempiuti esclusivamente ovvero alternativamente con moneta virtuale siano anche ascrivibili al concetto di debito pecuniario.

[106] Ad esempio, un gruppo di imprese, magari appartenente ad un medesimo settore merceologico, potrebbe decidere di rafforzare il proprio impegno ambientale prevedendo a livello statutario individuale una esplicitazione a fare qualcosa in tale senso, ad esempio ad adottare in ciascuna unità operativa delle misure rigorose di tutela del contesto ambientale in cui l'impresa opera.

ampie – pretese (i *claims*). In tal contesto, non italiano, inclusioni di tipologie più ampie di crediti paiono realizzabili. Stante per contro la disciplina di cui alla Legge 130, non sembra possibile, quanto meno per operazioni rientranti in tale tipologia, effettuare cessioni che non riguardano pure crediti, per come definiti dalla dottrina italiana[107].

In tema di commento della Legge 130, la dottrina italiana ebbe ad evidenziare che la normativa domestica non aveva previsto che il veicolo potesse essere un fondo comune, simile nella struttura giuridica al fondo comune di investimento, a differenza di quanto fatto dal legislatore spagnolo e francese[108]. Il fatto che il fondo comune non sia espressamente evidenziato non esclude che l'utilizzo di un cessionario che sia fondo comune di investimento non possa realizzarsi diversamente, attraverso la normativa di settore. Vige tuttora l'art. 30, del TUF, il quale stabilisce che il regolamento dei fondi possa riferirsi a crediti, nella misura in cui i crediti stessi siano oggetto di investimento di quello specifico fondo[109]. Ciò fa il paio con l'art. 7, comma 1, lett. b, della Legge 130, la quale stabilisce che, nel caso di cessioni a favore di fondi comuni, si applichi la legge sulla cartolarizzazione.

Il codice civile del 1865 non prevedeva nulla circa la cessione a titolo gratuito del credito, il che consentiva alla dottrina[110] di sostenere che "la trasmissione di un credito, di un diritto o di un'azione a titolo gratuito si opera nella stessa guisa della cessione a titolo oneroso."

Si applicavano pertanto le disposizioni generali in tema di donazione, la quale ultima, ai sensi dell'art. 1062, codice civile del 1865, "debitamente accettata è perfetta tra le parti e la proprietà degli effetti donati

---

[107] Sulla cessione di credito in Italia, cfr. P. Ferro-Luzzi, *op. ult. cit*., p. 151. Viene sottolineato quanto segue:

> "[..] Ritengo [..] che per credito debba intendersi, in senso amplissimo, il fenomeno nel quale nel danaro si inserisce un dato temporale avente, come tale, un suo significato e proprio valore economico. Per vero è mia opinione che il fattore tempo sia coessenziale al fenomeno moneta, nel senso che il valore "nominale" della moneta sia pari al valore reale nel tempo zero, dovendosi, per avere il valore attuale di una moneta futura (moneta che si dovrà avere in futuro) o di una moneta passata (moneta che si doveva avere in passato), inserire un fattore correttivo di cui un elemento essenziale è appunto il tempo".

[108] Cfr. F. Di Ciommo, *op. ult. cit.,* p. 67.

[109] F. Di Ciommo, *op. ult. cit*., p. 68.

[110] F. Schiaffino, *Cessione (Dir. civ. e comm.)*, in *Il Digesto Italiano*, Volume Settimo, Parte Prima, Torino, 1887-1896, p. 777

s'intende trasferita nel donatario, senza necessità della tradizione"[111]. "Nel vocabolo *effetti donati* si comprendono evidentemente tutti i beni, mobili e immobili, corporali e incorporali, e quindi in particolare i beni capaci di cessione, diritti, crediti, azioni."

Una specifica forma di cartolarizzazione è quella concernente crediti futuri mediante finanziamento destinato ad uno specifico affare e di *whole business securitisation*. È noto che in Italia (e va aggiunto soltanto nell'ordinamento italiano) vi è un regime di separazione patrimoniale di tipo societario di cui all'art. 2447-*decies* c.c. Questo ha ad oggetto "proventi" (in quest'ultimo caso, quelli dell'"affare" finanziato). Il concetto di "provento" può dar luogo a due interpretazioni: "proventi quale risultato netto che residua dallo svolgimento dell'affare"; "proventi quale flusso di denaro proveniente dall'affare".

Come sottolineato più recentemente[112], la distinzione appare, peraltro, funzionale alle specificità del dibattito relativo a quell'istituto mentre, ai fini della definizione di cartolarizzazione, soprattutto quella di cui al Regolamento Cartolarizzazioni, si dovrebbe aderire all'accezione più ampia, *ergo* proventi intesi come flusso di denaro riveniente da una specifica fonte.

È anche assolutamente condivisibile l'opinione di chi ritiene che, di tal via, il "credito", aderendo al concetto di flusso di denaro riveniente da qualsiasi fonte, perde il suo ruolo centrale, per assumere le caratteristiche di "passante" (peraltro eventuale)"[113] tra la fonte del provento e il provento stesso. Al di là dei distinguo tecnico-giuridici e guardando alla sostanza del fenomeno, sussiste dal punto di vista ontologico un *continuum* economico-funzionale tra questi tre elementi (fonte – credito – provento) che, nell'insieme, costituiscono un unico "ciclo produttivo" del provento.

---

[111] F. Schiaffino, *Cessione (Dir. civ. e comm.)*, in *Il Digesto Italiano*, Volume Settimo, Parte Prima, Torino, 1887-1896, p. 777.

[112] Cfr. N. Pepe, F. Occhipinti, L. Vignocchi, *Profili giuridici delle cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili registrati*, *cit*., online.

[113] La definizione è di N. Pepe, F. Occhipinti, L. Vignocchi, *Profili giuridici delle cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili registrati*, *cit.,* online.

*3.6. L'*originator*, i* debtor *e il* vehicle *nella cartolarizzazione "unionale"*

Come suggerito dalla dottrina[114], un *originator* è l'entità, pubblica o privata, che detiene inizialmente gli attivi, spesso crediti (*receivable*) ovvero pretese (*claims*) nei confronti dei clienti, che costituiscono oggetto di cartolarizzazione. La parte che è coinvolta nella generazione dei crediti (l'*origination*) è, solitamente ma non necessariamente una banca, ma può essere anche un'altra istituzione finanziaria quale una società che gestisca carte di credito, ovvero ogni altra società che abbia crediti.

Il Regolamento Cartolarizzazioni definisce il "cedente"[115] enfatizzando il concetto di "soggetto", per vero molto neutrale nelle diverse

---

[114] *Ex plurimis*, M. Haentjens, P de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit.*, pp. 251-252.

[115] È interessante notare che anche nella versione inglese del Regolamento Cartolarizzazioni il termine usato sembra essere il "continentale" *"cedent"*. Il *"cedent"* nel diritto anglo-gallese è figura non esistente, in quanto è l'*assignor* il soggetto che trasferisce diritti e l'*assignee* il soggetto cessionario. L'uso nella versione inglese del Regolamento Cartolarizzazioni del concetto di *cedent* sta ad indicare che a Bruxelles si sono meramente ispirati alla lingua inglese quale lingua franca, ma non anche all'ordinamento giuridico, quello inglese, il che avrebbe portato ad una scelta partigiana. Va anche detto che il concetto di *cedent*, la cui assonanza con gli ordinamenti "continentali" è ovvia, è paradossalmente cacofonica per i tecnici legali di "Oltre Manica", la cui comprensione del termine, pure inglese, discenderebbe dal contesto generale della normativa unionale, ma non anche dall'ordinamento del Paese di provenienza.

Nel diritto inglese, sulla scorta dei manuali (R. Taylor, D. Taylor, *Contract Law*, 6° ed, Oxford, 2017, p. 346), l'*assignment* è il trasferimento di proprietà o diritti di azione (*right of action*) dall'originario proprietario (l'*assignor*) al nuovo proprietario (*assignee*). L'*assignment* viene studiato e analizzato nell'ambito del *third party rights*, i diritti di parti terze. Per il *common law* inglese, l'*assignment* rappresenta una sorta di eccezione alla regola, in quanto vige il principio generale del "*privity to the contract*": soltanto chi sia parte del contratto può citare in giudizio la controparte, di talché, il cessionario non avrebbe teoricamente azione. La dottrina del *"privity*" è basata sul precedente *Tweddle v Atkinson* (1861). La "durezza" della teoria del *privity* è stata superata dallo *statute* del 1999 (the *Contract (Rights of Third Parties) Act 1999*), una legge inglese la quale, pur non abolendo la regola del *privity*, "codifica" due eccezioni. In tal modo, la parte terza, cessionaria del contratto (*assignee*), può esercitare i diritti del contratto, diventando pertanto cessionario *de iure*, se

giurisdizioni. In particolare, l'art. 2, par. 1, n. 3) stabilisce quanto segue, in merito al "cedente": "un soggetto che:

a) in prima persona o per il tramite di soggetti connessi, direttamente o indirettamente, ha partecipato al contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore o del potenziale debitore che originano le esposizioni cartolarizzate; o
b) acquista le esposizioni di un terzo per conto proprio e successivamente le cartolarizza."

La definizione della normativa unionale sembra propendere, *expressis verbis*, per una scelta societaria, o privata ovvero pubblica, ma sen-

---

il contratto espressamente lo prevede, ovvero in secondo luogo se vi sono termini del contratto che provvedono in tal senso, a meno che non vi siano termini del contratto che espressamente escludano una tale possibilità. Cfr. R. Taylor, D. Taylor, *Contract Law*, *ibidem*. Approfondimenti del concetto di *assignment*, nel diritto anglo-gallese, nel pi ampio quadro della teoria del *privity*, si leggano in: E. McKendrick, *Contract Law. Text, Cases, and Materials*, 7° ed., Oxford, 2016, Chapter 25; M. Chen-Wishart, *Contract Law*, 6° ed., Oxford, 2016, pp. 170-182; A. Burrows, *'The Contracts (Rights of Third Parties) Act and Its Implications for Commercial Contracts'* "2000" LMLCLQ pp. 540.

Nel diritto scozzese, la figura della cessione, *assignment* al di sotto del "Vallo di Adriano", viene invece definita *assignation*. Come sottolineato dalla migliore dottrina scozzese (H.L. MacQueen, J. Thomson, *Contract Law in Scotland*, 6° ed., Edimburgo, 2020, pp. 115) *"another way in which a third party may acquire rights under a contract is by assignation."* In particolare, in forza dell'*assignation*, *"[a] right arising under a contract may be transferred (assigned) by the creditor (cedent, assignor) to a third party (assignee) so as to give that third party a title to sue the debtor in the right for performance"* (H.L. MacQueen, J. Thomson, *op. cit*., pp. 115). Sebbene il diritto scozzese e quello anglo-gallese siano diversi, in quanto il primo è un *mixed legal system*, dunque un *common law* influenzato dalla tradizione romanistica, è pur vero che l'area del diritto dei contratti è quella in cui le convergenze fra i due sistemi sono maggiori, pari ad almeno l'80% dell'area. Non solo ma la legislazione bancaria, societaria e lavoristica (dunque il *business law*), sono identiche in Scozia e Inghilterra, almeno fino a quando la Scozia non abbia deciso di divenire indipendente. È pur vero che, sotto un profilo pratico, ma per una coartazione di tipo giuridico, le banche d'affari preferiscono utilizzare il diritto inglese, piuttosto che quello scozzese. La conoscibilità del diritto dei contratti inglese da parte degli specialisti legali scozzesi è praticamente la più alta possibile.

z'altro non "individuale", nel senso di persona fisica, del concetto di *originator*. Nel testo italiano ciò appare evidente solo in parte, ed è inferibile dalla lettera a) della norma in parola, allorquando si parla di "direttamente o indirettamente". Il concetto di partecipazione diretta o indiretta si attaglia poco ad una persona fisica e non potrebbe che riferirsi ad una entità societaria. Non solo, ma il testo in inglese, fra le varie lingue in cui la normativa unionale della cartolarizzazione è disponibile parla più puntualmente di *"entity"* e, nella lingua di Robert Burns, la *entity* è contrapposta all'*individual*, quest'ultimo essendo la persona fisica[116].

Avendo chiarito che l'*originator* o, come da definizione, il cedente debba essere una società, risulta più difficile stabilire se debba essere di persone o di capitali. Anche qui l'inglese potrebbe venire in soccorso, in quanto la *business entity*, che è il termine usato nella versione inglese e di cui la seconda parte – entità in italiano - può forse costituire adattamento, è sia la *partnership* che la *company* (società di capitali), di talché anche le società di persone potrebbero essere *originator*[117].

A questo punto è stimolante intellettualmente e, ancor di più, necessario metodologicamente, fare un riferimento alla disciplina domestica in tema di cartolarizzazioni. La Legge 130/1999 offre una definizione più ampia di *originator*, in quanto, come ebbe a sottolineare la dottrina italiana, in sede di commento del testo legislativo, la legge è molto laconica e, "in mancanza di indicazioni contrarie, si ritiene pertanto che si possa trattare di un ente pubblico o privato, costituito o meno in forma societaria (di persone o di capitali), come anche di persona fisica"[118].

È possibile in realtà adombrare che il testo domestico non solo sia laconico, ma finanche fallace in quanto sembra solo definire l'operazione di cessione e il soggetto cessionario (ed in modo estremamente dettagliato), laddove per contro il cedente viene ignorato nei suoi contorni, di talché è stato possibile anche affermare, attraverso una corretta esegesi, che possa essere una persona fisica.

---

[116] È pertanto da ritenersi che la versione italiana del Regolamento Cartolarizzazione costituisca un'ipotesi – verosimilmente ulteriore - di "maltrattamento linguistico" della lingua di Dante, perpetrato ormai tanto dall'interno che da lande al di fuori dell'Italia.

[117] Cfr. nella molto ampia manualistica di *business law* (area giuridica che, in Gran Bretagna, comprende *company law, banking law, contract law* e *employment law)*, L. Roach, *Card and James' Business Law*, 4° ed., Oxford, 2016, pp. 481-654.

[118] G. Bei, *Cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, in *Impresa*, 2003, pp. 9 ss.

Considerato tuttavia che gli strumenti, emessi per la cartolarizzazione, sono destinati alla quotazione nei mercati regolamentati, non sembra davvero possibile in concreto che la persona fisica possa cedere titoli nell'ambito di una operazione di tale tipologia. La stessa società di persone, per le sue caratteristiche (di assenza di personalità giuridica), poco si adatterebbe a tale ruolo e sarebbe il mercato, verosimilmente, a bocciare una tale iniziativa.

Si osserva anche che, forse inavvertitamente, la disciplina italiana può aver fatto da volontario (o forse involontario) apripista verso scenari futuri in cui l'*appeal* del mercato verso un *originator* che sia persona fisica possa finanche divenire maggiore di quello verso persone giuridiche. Nella realtà contemporanea in cui *business men* internazionali possiedono ricchezze, a livello personale, superiori al PIL di interi Paesi, il mercato potrebbe valutare in termini estremamente positivi iniziative di "mecenati" che cedano i loro crediti o, più in generale, pretese che siano attivabili *de iure*. Ad esempio, se la nozione di credito cartolarizzabile comprende anche le pretese di natura vincolante, oggetto di cartolarizzazione potrebbero essere anche gli impegni di individui (di elevata capienza patrimoniale) ad effettuare prestazioni a beneficio della comunità. Una cartolarizzazione siffatta potrebbe, da un lato, rispondere ad esigenze dell'individuo di migliorare la propria posizione personale nella società (le finalità benefiche lo sarebbero senz'altro) e, poiché i relativi titoli andrebbero nel mercato dei capitali, ne beneficerebbero non solo i membri della sua comunità ma la comunità internazionale, quale villaggio globale. In tal senso si potrebbe coniare il nuovo termine di *Individual Social Responsibility* or *ISR*, piuttosto che l'ormai inveterato ed abusato *Corporate Social Responsibility* o *CSR*.

Peraltro, una cartolarizzazione che origina da un individuo potrebbe essere altamente apprezzata dal mercato, in quanto, come accennato, si vive ormai in una società in cui i patrimoni individuali di talune persone sono così elevati da offuscare l'economia di Paesi OCSE. Dunque, dubitare minimamente del merito di credito per tali individui sarebbe anacronistico e preconcetto.

Trattandosi di individui ad elevato reddito e capaci di offrire con i loro consistenti patrimoni più che adeguate garanzie, si può ipotizzare, paradossalmente, che i titoli emessi dal veicolo "connesso" a un tale *originator* potrebbero essere più appetibili di quelli emessi da una qualsiasi altra società cedente. Questa, tra l'altro, avrebbe una responsabilità limitata al proprio patrimonio, senza possibilità alcuna per i creditori di valersi sul patrimonio del singolo socio.

In tema di qualifica del soggetto cedente, sebbene sia tuttora controverso il rapporto esistente fra Regolamento Cartolarizzazioni e Legge 130[119], è senz'altro necessario che la normativa domestica sia rivisitata e, opportunamente, modificata, in modo tale che vi sia un perfetto allineamento fra le diverse discipline. Va anche precisato che, poiché la Legge 130 non è stata abrogata, questo allineamento non sarebbe nemmeno necessario in quanto rientrerebbe nella prerogativa della legislazione italiana individuare un ambito di cartolarizzazioni che non godano del marchio doc "STS" ed estese agli *individual* quali *originator*. È ovvio che, ai fini di definizione STS, una tale cartolarizzazione non godrebbe del marchio DOC, in quanto l'*originator* difetterebbe proprio dei requisiti del "cedente" di cui all'art. 2, par. 3 Regolamento Cartolarizzazioni. Ciò nondimeno, essendo il Regolamento in questione emanato solo per finalità di tutela di specifici investitori allorquando comprino titoli cartolarizzati, ma non per definire il contesto normativo, la mancata menzione da parte del Regolamento Cartolarizzazione di persone fisiche fra coloro che possono cedere i crediti, non preclude che cedente possa essere proprio una persona fisica, in quanto ciò sia consentito dall'ordinamento nazionale.

Il Regolamento Cartolarizzazioni prescrive che gli investitori devono verificare che, ove l'*originator* non sia, in sostanza, una banca ovvero una impresa di investimento, i crediti sono stati concessi, sulla base di criteri prudenti e ben definiti e attraverso processi chiaramente definiti al fine dell'approvazione, modifica, rinnovo e rifinanziamento di tali crediti[120]. Questa regola ha l'obiettivo di evitare i ben noti problemi di "sub-prime RMBS" discussi diffusamente nel corso della presente opera, i quali hanno avuto un ruolo cruciale nella crisi finanziaria del 2007/2008.

Quale ulteriore misura finalizzata a colmare le lacune del mercato globale delle cartolarizzazioni nella situazione precedente alla crisi del 2007/2008, l'art. 6 del Regolamento Cartolarizzazioni richiede che un *originator* debba*"mantenere su base continuativa un interesse economico rilevante nella cartolarizzazione non inferiore al 5%* ": più in particolare, la formula utilizzata dal legislatore europeo è di *"net eco-*

[119] Viene esaminato in altra sede ma si può quivi accennare che le discipline sono parallele. Ove si sovrappongano, come nel caso della normativa *ad hoc* della revocatoria, viene introdotto un regime di disapplicazione della disciplina nazionale, che comunque non è abrogata, rispetto a quella, e direttamente applicabile, di tipo unionale.

[120] Art. 5(1) del Regolamento Cartolarizzazioni.

nomic interest". Questo comporta che l'*originator* condividerà sempre almeno il 5% dell'esposizione, dunque il rischio di credito, con gli altri creditori della *SPV*. Il requisito della ritenzione del rischio (*risk retention*) è finalizzato ad incentivare gli *originator* ad agire prudentemente in connessione con ogni trasferimento di attivi alla *SPV*. Secondo la medesima logica, il Regolamento Cartolarizzazioni stabilisce che un *originator* non può risiedere né operare per il solo fine di effettuare operazioni di cartolarizzazione. In altre parole, un *originator* deve comunque avere una sua attività di *business* vera, reale. Questa regola è finalizzata a prevenire che altrimenti scatole vuote (*empty shells*) siano create al fine di agire solo quali *originator*. Tali scatole vuote, in quanto costituite *ad hoc*, non sarebbero in grado di assorbire il rischio di mantenimento del 5%, dovesse il rischio materializzarsi[121].

I debitori dei *receivable* cartolarizzati possono essere consumatori ovvero società. I debiti dei consumatori che siano "*eligible*" (qualificati) ai fini della *securitisation*, comprendono, fra gli altri, debiti da carte di credito (*credit card debt*) e mutui ipotecari (*mortgage*). Per contro, debiti societari comprendono obbligazioni a lungo, medio o breve periodo. Di fatto come noto, nella maggioranza dei casi, il pagamento dei debiti è garantito da mutui ipotecari, i *bank mortgage*.

Chi raccoglie (il *collector*) i crediti (dunque i *receivable*) è solitamente riferito quale *"servicer"* e riceve una commissione (*fee*) per un tale servizio[122]. In molti casi, l'*originator* continua ad essere il riscossore dei crediti e, di tal via, agisce quale *servicer*, anche dopo che i *receivable* siano trasferiti alla *SPV*.

Teoricamente il ruolo potrebbe essere svolto da una parte terza, anche se in realtà, per la raccolta dei *receivable*, è l'*originator* il miglior *servicer*, anzi il *servicer* per definizione, in quanto è questo che dispone di tutto il patrimonio. A ben riflettere il *servicer* che sia un soggetto terzo potrebbe essere più confacente con una cartolarizzazione più innovativa e creativa ove il soggetto cedente sia una persona fisica. In questo caso, poiché oggetto della cessione è più una promessa, seppur vincolante e patrimonialmente molto significativa, piuttosto che un contratto,

---

[121] Art. 6(1), ultima parte, del Regolamento Cartolarizzazioni.

[122] Viene sottolineato in dottrina (D. Galletti, G. Guerrieri, *op. ult. cit.,* p. 73) che il debito che viene ceduto, pagando al *servicer*, "adempie ad un debito proprio nei confronti di soggetto abilitato a riscuotere (art. 1188 c.c.), ed estingue o diminuisce così il suo debito nei confronti del cessionario; quando poi il tesoriere paga i profitti ai sottoscrittori, adempie come terzo (artt. 1180 e 1268 c.c.), ed estingue allo stesso modo un debito che è della SPV."

il terzo, diverso dall'*originator*, che sia *servicer*, potrebbe assolvere ad una funzione di terzo indipendente. Essendo infatti la sua "promessa" di difficile individuazione, e dunque anche di problematica coercibilità, sarebbe il caso che, nel migliore interesse del mercato, questo soggetto terzo, piuttosto che l'*originator*, a dir poco in conflitto di interessi, agisse quale *servicer*, nell'ambito di quel ruolo – seppur indiretto – di revisore imparziale dell'impegno dell'*originator*.

È noto che lo *Special Purpose Vehicle* (*SPV*) o *Securitisation Special Purpose Entity* (SSPE), come definita nel Regolamento Cartolarizzazioni, è il veicolo essenziale in ogni operazione di cartolarizzazione che non sia sintetica. La *SPV* ha, quale sua principale funzione, quella di isolare gli attivi o crediti dal patrimonio del cedente, sicché gli attivi sono riservati al soddisfacimento delle ragioni degli investitori.

Il Regolamento Cartolarizzazioni, all'art. 2, paragrafo 1, n. 2, definisce la "società veicolo per la cartolarizzazione" ovvero, con acronimo inglese, la "SSPE" una "società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente".

Da un punto di vista societario, si può notare che la previsione di un *trust* sembra rispondere ad una esigenza del legislatore unionale di rendere il modello in esame fungibile per giurisdizioni, come quelle principalmente di lingua inglese, in cui il riconoscimento e, soprattutto, il funzionamento del *trust* è parte integrante della tradizione sociologica, e non solo giuridica, di una nazione. Si fa riferimento al sistema anglo-gallese *in primis*, in cui il *trust* rappresenta il corollario del *common law*, nell'ambito del parallelo ed ora unificato *equity*, ma anche in parte all'ordinamento misto scozzese, in cui il *trust*, pur riconosciuto, non si sviluppa nell'ambito dell'*equity*, ma affonda le sue radici direttamente nella tradizione di quella società.

L'inciso "altro soggetto" sembra confermare una certa flessibilità del legislatore unionale, il quale, tenuto conto della prassi degli affari esistente e della molteplicità di ordinamenti giuridici previsti dell'unione, vuole lasciare aperte le diverse soluzioni che gli *arrangers* possano adottare volta per volta, al fine della definizione di una struttura di cartolarizzazione. Il concetto di soggetto, ad esempio, potrebbe essere compatibile anche con una società di persone, la quale nel *common law* non è nemmeno società, piuttosto *partnership*, ciò nondimeno in grado di essere centro di imputazione di interessi patrimoniali, anche se non dotata di autonomia patrimoniale.

La *SPV* compra i crediti dal cedente o *originator*, mercé un capitale che viene raccolto attraverso l'emissione di differenti tipologie di *bond*[123]. Ai sensi dell'art. 4 del Regolamento Cartolarizzazioni, in termini di principio, la *SSPE* deve essere stabilita in un Paese dell'Unione Europea. In realtà, vi è la possibilità che il veicolo sia stabilito in un Paese terzo, tuttavia ciò è escluso nel caso in cui due condizioni concorrenti, ricorrano: il Paese di cui trattasi sia inserito nel GAFI "nell'elenco delle giurisdizioni ad alto rischio e non cooperative"[124]; il Paese terzo non abbia in essere con lo Stato Membro un accordo la cui finalità è di garantire che un tale Paese terzo rispetti i requisiti fissati dall'OCSE in materia di trasparenza fiscale.

Al di là delle disposizioni normative, la *SPV* è usualmente una società a responsabilità limitata e, si aggiunga, una società di capitali. Ciò fa sì che il veicolo, anche nell'ambito del Regolamento Cartolarizzazioni, è *"thinly capitalised"*, a bassa capitalizzazione, recependo la prassi applicativa che, in passato e ben prima dell'articolato della UE, ha visto sempre il veicolo quale *limited company*, spesso costituita in un ordinamento di *common law*, ove questa tipologia di società può essere costituita anche con un capitale *nummo uno*, ad esempio di una sterlina britannica[125].

Le azioni della *SPV* sono di proprietà di una fondazione ovvero di un *trust office*. Di tal via, le azioni della *SPV* non sono detenute dal cedente, anzi è assolutamente essenziale, nella costruzione di una fisiologica operazione di cartolarizzazione, che non lo siano, altrimenti tali azioni risulterebbero consolidate nel bilancio dell'*originator* medesimo.

---

[123] In una tipologia di cartolarizzazione specialistica, una compagnia di assicurazione può anche trasferire i propri rischi assicurativi ad una *SPV*, che finanzia completamente la propria esposizione attraverso i ricavi dell'emissione di un debito, dunque i *bond*. Cfr. l'art. 13(26) della *Solvency II* (in inglese *"Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) [2009] OJ L 335"*).

[124] Art. 4, let. A), Regolamento Cartolarizzazioni.

[125] Per i principi generali del diritto societario inglese e della legislazione britannica, cfr. P.L. Davies, S. Worthington, *Gower & Davies. Principles of Modern Company Law*, London, 2016. Più in generale, cfr. A. Digman, J. Lowry, *Company Law*, 10° ed., London, 2018; B. Hannigan, *Company law*, 4° ed., Oxford, 2016. Da una prospettiva di Oltreoceano e risalente nel tempo, cfr. B.R. Cheffins, *Company Law. Theory, Structure and Operations*, London, 1997.

Anche in relazione a ciò, la *SPV* deve essere *bankruptcy remote* o, in forma linguisticamente simile, deve godere del principio di *bankruptcy remoteness*. Questo vuol dire che la *SPV* è assoggettata ad un basso rischio di essere dichiarata insolvente, atteso che gli attivi sono a disposizione degli investitori: il veicolo, a parte l'acquisto dei crediti e l'emissione dei titoli, non svolge alcuna altra attività[126]. La *bankruptcy remoteness*, di cui si fa menzione è *de facto*, in quanto, come in parte già illustrato nel lavoro, si realizza negli ordinamenti di *common law* attraverso strumenti societari e contrattuali, finalizzati a rendere il veicolo limitato nella sua operatività; essendo ridotta la gamma di operatività, vi saranno basse probabilità, se non nulle, che il veicolo possa assumere obbligazioni verso creditori che non siano connessi all'operazione o ad operazioni di cartolarizzazione[127]. Un soggetto societario tradizionale che non sia un veicolo può contrarre obbligazioni con un

[126] In sede di primi commenti alla Legge 130, questo aspetto è esaminato anche con riguardo alla disciplina italiana della cartolarizzazione. Viene osservato (D. Capone, *Commento sub articolo 4, commi 3 e 4*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, Milano, 2005, pp. 307-331, particolarmente 323) quanto segue:

> "[Il veicolo], infatti, ha un oggetto esclusivo, limitato alla realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione, di conseguenza non può ipotizzarsi uno stato di insolvenza connesso allo svolgimento di attività diversa da quella legislativamente tipizzata".

Considerata la specificità del veicolo italiano, espressamente legiferato, in relazione ai modelli anglo-americani, meramente contrattualizzati, l'affermazione di un patrimonio separato *ex lege* fa sì che molto probabilmente, nel caso di incapienza degli attivi ceduti alla *SPV* rispetto alle obbligazioni dei sottoscrittori dei titoli, questi ultimi si possano valere solo nei confronti del patrimonio trasferito ma non nei confronti della società medesima. La società veicolo sarà dichiarata insolvente solo nell'ipotesi di impossibilità "di far fronte alle obbligazioni contratte nel proprio interesse, che gravano quindi esclusivamente sul proprio patrimonio" (D. Capone, *op. ult. cit.,* p. 324).

[127] Ne è "garanzia", in un contesto di assenza di legge, come nel Regno Unito ad esempio, il fatto che il *corporate purpose* della società sia limitato alle sole operazioni di acquisto dei crediti e emissione dei titoli, sulla base delle chiare sollecitazioni del mercato, veicolate attraverso l'*arranger*, operazioni che richiedono una tale strutturazione. Nel contesto italiano, è lo stesso legislatore che richiede che l'oggetto sociale sia limitato a tale operatività. Essendo peraltro il veicolo anche ad iscrizione all'albo della Banca d'Italia, ne discende molto facilmente che una operatività *ultra vires* sarà sanzionata dalla stessa autorità di vigilanza.

numero indistinto di soggetti, essendo il proprio oggetto sociale ampio, esponendolo ad un rischio di inadempimento ovvero di insolvenza e dunque a *bankruptcy proximity*. La riduzione del "parco creditori" al numero limitato di soggetti che contraggono obbligazioni connesse alla cartolarizzazione limita fortemente tale rischio di *bankruptcy*, rendendo il soggetto, appunto, *bankruptcy, remote*.

Nell'ordinamento italiano, per contro, detta finalità sembra essere realizzata in via legislativa, piuttosto che contrattuale e societaria, attraverso il concetto della separazione patrimoniale, concetto che sta diventando un *leit motiv* non solo dell'operatività dei veicoli, ma anche della stessa disciplina societaria[128]. Volendo limitare la disamina a solo caso dei veicoli, si potrebbe ricordare che la stessa Legge 130, art. 3,

[128] Nell'ambito societario italiano la separatezza patrimoniale si realizza con la controversa disciplina dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, disciplina che, comparata con gli ordinamenti di lingua inglese, principalmente di *common law*, rappresenta un *unicum*. Considerazioni critiche sul tema dei patrimoni separati italiani, in quanto fondamentalmente non necessari e finanche fuorvianti per gli operatori internazionali, *in primis* le banche, si leggono in P. de Gioia Carabellese, A. Cecchetto, *The Anatomy (or Post Mortem) of a Peculiar Legal Concept in the Italian Company Law: the Separate Fund*, in *European Company Law*, 2013, pp. 45-50. Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare, cfr. più recentemente L. Calvosa, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Diritto commerciale*, II ed., a cura di L. De Angelis, Milano, 2020, pp. 571-580 e, sempre a livello manualistico, A. Gambino, D.U. Santosuosso, *Società di capitali. II*, 5° ed., Torino, 2018, pp. 275-286.

Tuttavia, si può anche sottolineare la portata positiva delle disposizioni legislative, da una differente angolazione. Più recentemente, cfr. R.M. Agostino, *Patrimoni destinati*, di prossima pubblicazione. L'Autore enfatizza quanto segue:

> "La dinamicità del mercato e l'inarrestabilità delle sue forze giustificano anche il tentativo (non sempre efficace) di utilizzare nuove categorie giuridiche che riescano a coniugare gli istituti contemplati per traffico limitato, connessi essenzialmente alla logica proprietaria, con quelli che possono temperare tali rigidità mediante diversi strumenti di allocazione del rischio che l'autonomia privata non può sempre affermare, se non v'è una norma che lo riconosca o soltanto mediante interpretazioni estensive che presuppongono, tuttavia, una diversa rimeditazione dell'art. 2740, c.c."

A tali perspicaci affermazioni, si può anche aggiungere che l'ordinamento italiano presenta, rispetto ad altri ordinamenti giuridici, una tendenza a iperregolamentare ogni fenomeno dell'impresa, sicché è il legislatore a definire le strade da seguire per la società, piuttosto che il contrario. *"Ubi ius, ibi*

comma 2, precisa che "i crediti relativi a ciascuna operazione [di cartolarizzazione] costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi"[129]. Tale norma ha, chiaramente, una portata volta a limitare la garanzia patrimoniale della società, in deroga al regime generale di cui all'art. 2740, c.c., principio che dovrebbe essere un saldo pilastro dell'ordinamento italiano[130].

Fa da *pendant* alla norma di cui all'art. 3, comma 2, quella di cui all'art. 1, comma 1, lett. b)[131], per effetto della quale le somme versate o corrisposte dal debitore ovvero dai debitori ceduti devono essere destinate "in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento

---

societas" verrebbe da dire, in luogo del ben noto "*Ubi societas ibi ius*" che sommi giuristi, pure italiani, hanno elaborato.

[129] Fra i diversi contributi in merito al patrimonio separato, cfr. C. Scaroni, *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e impresa*, 2005, pp. 1075 ss.

[130] In dottrina (C.M. Bianca, *Diritto civile*. *La responsabilità*, Vol V, Milano, 2000, pp. 111-112; C. M. Bianca, con la collaborazione di M. Bianca, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2014, p. 665) si puntualizza la linea di demarcazione fra garanzia patrimoniale e responsabilità patrimoniale, la prima indicando il lato attivo (*ergo*, *"il diritto dei creditori sul patrimonio del debitore"*), la seconda il lato passivo (dunque, *"la soggezione del patrimonio del debitore sul quale la garanzia è fondata"*). È noto che in Italia tale posizione è storicamente avversata da altra, parimenti autorevole dottrina (L. Mengoni, voce *Responsabilità contrattuale (dir. vig.)*, in *Enciclopedia del diritto*, Vol. XXXIX, Milano, 1988, p. 1072) la quale non è convinta dell'idea che, divenuta impossibile la prestazione per causa imputabile al debitore, l'originario diritto di credito continui ad esistere con oggetto diverso. Ciò che continua ad esistere, per contro, è il rapporto obbligatorio come rapporto fondamentale. È anche vero che, come osservato da più recente dottrina italiana (G. Marchetti, *La responsabilità patrimoniale negoziata*, Milano, 2019, *passim*), il principio di responsabilità patrimoniale di natura generale è una fortezza sotto assedio, ricorrendovi oramai sempre di più eccezioni di natura legislativa. Sul concetto di responsabilità patrimoniale e limitazioni convenzionali allo stesso, cfr a livello manualistico, per tutti, P. Perlingieri, A. Federico, *Limitazioni della responsabilità patrimoniale*, in P. Perlingieri, *Manuale di diritto civile*, 9° ed., Napoli, 2018, p. 397-400.

[131] Ciò viene messo in luce da ampia dottrina italiana. Cfr. *ex plurimis*, C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, 2017, p. 163.

dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altre società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione".

Come sottolineato nella dottrina italiana[132], l'uso dell'aggettivo separato "riferito al patrimonio per indicare la condizione giuridica dei crediti acquistati dalla società per la cartolarizzazione, in un'ottica di tutela degli investimenti, non può dirsi del tutto rassicurante. Alla frequenza con cui tale qualificazione si incontra nella legislazione speciale finalizzata alla tutela degli investitori in strumenti finanziari, ma anche nella legislazione in materia di forme pensionistiche complementari e ora in materia di cartolarizzazione, corrispondono altrettante discipline, tra loro anche profondamente differenti, in considerazione delle quali appare difficile attribuire un significato, che non risulti pleonastico, alla precisazione normativa, che i crediti cartolarizzati costituiscono patrimonio separato "a tutti gli effetti"."

Nel concreto e, ancora, più nel *common law* che in Italia, ordinamento quest'ultimo dove si dà una forte impronta legislativa al fenomeno della cartolarizzazione, la *bankruptcy remoteness* è realizzata attraverso diversi strumenti. In primo luogo, le clausole dello statuto (o *articles of association*) del veicolo devono essere limitate in modo che alla *SPV* non sia consentito di perseguire una attività che non concerna le operazioni di cartolarizzazione. In secondo luogo, tutte le possibilità per le controparti di iniziare le procedure di liquidazione nei confronti della *SPV* sono escluse, in via contrattuale, attraverso una clausola esistente in tutti i contratti, nella quale si prevede, appunto, una proibizione per la parte contraente ad iniziare tali procedure contro il veicolo. Ovviamente, la clausola, se violata, consente alle parti lese una azione risarcitoria, ma di per sé non dà adito all'invalidazione delle azioni già intraprese. In terzo luogo, la *SPV* non assume dipendenti e, quanto ai creditori, gli stessi sono limitati nel numero, anche in relazione al carattere limitato e ultra-perimetrato dell'oggetto sociale, come appena evidenziato. Da ultimo, nell'ambito della *SPV* vi sono amministratori indipendenti, nominati dal *corporate service provider*, ossia dal fornitore di servizi societari.

Va evidenziato che, in tema di veicolo, il Regolamento Cartolarizzazioni appare meno rigoroso, rispetto alla legislazione italiana, di separatezza patrimoniale. La legge 130/1999 (la "Legge 130"), la quale introduce in Italia il regime della cartolarizzazione dei crediti, prevede

[132] C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.,* pp. 164-166.

espressamente che la *SPV* abbia ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazioni dei crediti. In tale contesto la creazione di un patrimonio separato[133], espressamente contemplata dall'art. 3, della Legge 130, è menzionata espressamente nella *sedes materiae*, quasi ad enfatizzare che, in tale contesto di segregazione patrimoniale, i titoli sono fondamentalmente garantiti esclusivamente dal flusso di cassa che discende dai crediti ceduti[134]. In ambito italiano, dunque, la separatezza patrimoniale di cui ad una operazione di cartolarizzazione si riconnette alquanto al fenomeno societario dei patrimoni separati[135], inclusi in particolare i patrimoni separati di cui alla Sezione

---

[133] Nella dottrina italiana si enfatizza che:

"La l. 130/99 ha, dunque, perseguito l'obiettivo di dettare una disciplina comune a ogni ipotesi di c., a prescindere dalle differenze specifiche. In realtà l'ambizioso obiettivo è stato raggiunto con una tecnica legislativa che prevede la descrizione di una fattispecie e della disciplina a essa riferibile, salvo poi estendere quest'ultima a ipotesi diverse nei limiti del criterio della compatibilità, lasciando all'interprete di fissarne il perimetro. È, dunque, logico che sinora l'attenzione dei commentatori si sia concentrata sul modello descritto dall'art. 1 della l. 130/99. La destinazione della somma corrisposta dai debitori ceduti al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi ha spinto a ricostruire il fenomeno in duplice direttrice: muovendo dall'art. 3, 2° co., della stessa legge, secondo cui "i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato […] da quello della società veicolo e da quello relativo alle altre operazioni, sempre di cartolarizzazione, si è concluso che tra portatori di titoli e società cessionaria si costituisca un rapporto obbligatorio, nel quale la seconda assuma la posizione logica di debitore e la cui prestazione consista nel destinare tutte le somme a lei corrisposte per il soddisfacimento dell'interesse del creditore. In altra prospettiva, invece, si è sottolineato che la società cessionaria non "destina" tutto il suo patrimonio alla soddisfazione dei creditori-portatori di titoli, bensì soltanto ciò che la legge qualifica come patrimonio separato. Pertanto, se il rapporto che si costituisce non è tra portatori di titoli e società cessionaria, ma tra portatori di titoli e patrimonio separato, viene logicamente meno la possibilità di qualificare quel rapporto come obbligatorio, quanto piuttosto di ravvisare in esso una comunione *pro quota* sulla massa dei crediti costituenti il patrimonio separato e destinata alla soddisfazione del diritto incorporato nel titolo."

[134] G. Bei, *Società per la cartolarizzazione dei crediti: riflessioni su alcuni aspetti problematici*, in *Società*, 2003, p. 1217 ss.

[135] Notoriamente introdotti nel 2003. Ricorda la migliore manualistica italiana (F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015, pp. 285-286):

XI, artt. 2447bis/2447-decies, c.c.[136], in quanto ha una fonte privatistica, ma di connotazione pubblicistica: è la legge a stabilirlo, non il contratto. Parimenti, l'operazione in parola può riconnettersi al principio della separatezza patrimoniale di cui all'art. 19 del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, anche se, come correttamente osservato, la separatezza è termine che nella legislazione, soprattutto speciale, italiana si è caratterizzato sempre più per un uso inflazionato, che ne attenua la stessa reale portata definitoria[137].

"[Di patrimoni destinati] esistono [..] due tipi: (a) i patrimoni destinati detti operativi, o industriali, o – ancora -unilaterali, ai quali per semplicità potremmo riferirci come a «patrimoni separati» (non ulteriormente definiti); (b) i finanziamenti destinati a uno specifico affare, da taluni chiamati patrimoni contrattuali."

[136] Per tutti, in tema di patrimonio destinato ad uno specifico affare, cfr. M. Lamandini, *I Patrimoni "Destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul D. Lgs. 17 Gennaio 2003, n. 6*, in *Rivista delle Società*, 2003, pp. 490-506. Cfr anche *ex plurimis* P. Ferro-Luzzi, *La disciplina dei patrimoni destinati*, in *Rivista delle Società*, 2002, pp. 121-138; A. Zoppini, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2002, pp. 545-575; F. Di Sabato, Sui patrimoni dedicati, in *Società*, 2002, pp. 665-666; F. Fimmanò, *Il regime dei patrimoni dedicati di S.p.A. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in *Società*, 2002, pp. 960-965; G.B. Portale, *Dal capitale assicurato alle* "Tracking Stocks*,* in *Rivista delle società*, 2002, pp. 146-169; P. Ferro-Luzzi, *I patrimoni "dedicati" e i "Gruppi" nella riforma societaria*, in *Rivista del Notariato*, 2002, pp. 271-277.

A livello manualistico italiano, si rimanda per tutti a F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia delle società*, *cit.,* pp. 285-289. Più di recente equipara espressamente ai patrimoni separati anche la separatezza contabile di cui alla Legge 130 G. Sicchiero, *La responsabilità patrimoniale*, in *Diritto privato*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 2020, pp. 417-436, particolarmente 420.

[137] Dalle figure codicistiche di separazione patrimoniale, come il fondo patrimoniale, a quelle di legge speciale, come appunto l'operatività del veicolo di cartolarizzazione, è difficile selezionare *"un complesso di norme capaci di fornire a priori la disciplina della separazione patrimoniale"* (Cfr. C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.,* p. 169). Si può tuttavia condividere l'opinione di chi (C. Severi, *op. ult. cit., ibidem*) conclude, a tratteggiare un elemento comune, che la "separazione comporta la limitazione della responsabilità patrimoniale di un soggetto debitore nei confronti dei suoi creditori, i quali non possono soddisfarsi su di una parte del patrimonio del loro debitore "separata", perché destinata a garantire solo le obbligazioni connesse con una particolare destinazione dei bene".

Come sottolineato dalla dottrina italiana, l'obiettivo dell'art. 19 è di porre in essere ed implementare "un'ipotesi di patrimonio separato del tutto simile a quella di cui alla [Legge 130], considerato che, pur essendo, nei casi limite, la titolarità di tale patrimonio imputabile soltanto alle società gerente, [..], tale patrimonio non è aggredibile da parte dei creditori della stessa. [..]"[138]

Con riferimento alla società veicolo che è stato creato con la Legge 130, la dottrina italiana[139] ebbe già ad enfatizzare che esso rappresenta "un serbatoio nel quale il soggetto che cede le proprie attività patrimoniali verso il ceduto, al fine di renderlo inattaccabile da parte dei propri creditori futuri e indipendente rispetto al suo eventuale dissesto." Il termine ceduto designa il portafoglio oggetto di cessione.

La separatezza patrimoniale di cui alla cessione dei crediti della Legge 130, ricollegabile al patrimonio destinato allo specifico affare, costituisce nel complesso – e notoriamente - una eccezione al principio generale secondo cui il debitore risponde dell'adempimento delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri, di cui al codice civile. Con la cessione dei propri *receivable* al veicolo, l'*originator* vede sottratti i beni al possibile attacco da parte dei creditori, con una cessione che infatti non è solo un fenomeno di vendita, ma di più integrale segregazione di una parte del patrimonio del cedente, il quale sostituisce quel patrimonio con liquidità.

A parafrasare le parole della dottrina italiana che per prima in Italia ha esaminato il fenomeno della cartolarizzazione[140], si può ritenere che il veicolo assuma "una funzione di garanzia per gli investitori che, in virtù della separazione patrimoniale dei crediti cartolarizzati dal patrimonio del cedente, non devono esprimere la loro fiducia sul complesso delle attività di quest'ultimo, in quanto restano [..] esposti esclusivamente al rischio correlato al portafoglio di crediti selezionato."

Nella sua essenza l'attività del veicolo, stante la sua veste di Giano bifronte di cessionario dei crediti e di emittente dei titoli che sono collegati al coacervo ceduto, "consiste essenzialmente nel permettere la separazione di questo da ogni altro patrimonio"[141].

---

[138] F. Di Ciommo, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, *cit*., p. 84.

[139] F. Di Ciommo, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, *cit*., p. 55.

[140] F. Di Ciommo, *op. ult. cit.,* p. 55.

[141] F. Di Ciommo, *op. ult. cit.,* p. 55-56.

È noto che in ambito italiano si parla di "impermeabilità" del portafoglio ceduto rispetto alle revocatorie fallimentari, ciò per effetto dell'art. 4(3), della Legge 130, anche e soprattutto rispetto ai pagamenti da parte di debitori ceduti[142]. Una tale enfasi manca nel Regolamento Cartolarizzazioni, in cui l'esenzione da revocatoria (essendo questa una azione esercitabile dagli organi procedurali) non è totale, ma solo parziale, nei confronti del cedente, in caso di fallimento di questi, ma non nei confronti del debitore ceduto. Il mancato richiamo, in sede europea, della esenzione da revocatoria dei pagamenti fatti dal ceduto al cessionario, nell'ambito di una cartolarizzazione bancaria, quale quella di cui alla Legge 130, fa riflettere. Già al tempo della emanazione dell'articolato normativo del 1999 si discusse se fosse opportuno un regime di tale favore a beneficio del sistema bancario, atteso che, essendo la cartolarizzazione "all'italiana" del 1999, una cartolarizzazione bancaria, l'esenzione da revocatoria dei pagamenti effettuati dal ceduto al cessionario si traduce, teoricamente, in un beneficio per il ceto bancario, che è interessato a vedere immunizzati i pagamenti al veicolo da eventuali pretese della massa attiva del ceduto. In proposito è da ritenere che, sebbene il Regolamento Cartolarizzazioni non incida sulla disciplina domestica italiana, la "posizione" dell'Unione può assumere *de facto* le caratteristiche di una linea guida, non vincolante.

Non solo, è stato detto in altra sede[143] che questa esenzione da revocatoria, nei rapporti fra cedente e cessionario, non è totale, in quanto riguarda solo le disposizioni rigide, di tipo nazionale, ma non quelle di carattere inderogabile, quali quelle in tema di frode, dovessero le cessioni avvenire per ragioni fraudolente. In modo chiastico poi, l'esen-

---

[142] Fra i tanti, cfr. G. Bei, *op. ult. cit.* L'A. evidenzia correttamente che i pagamenti effettuati dai debitori ceduti al veicolo sono sottratti alla possibilità di essere assoggettati ad azione revocatoria, in caso di fallimento del debitore ceduto. La norma – è interessante notare – è presente nella legislazione italiana ma non in quella unionale.

Una tale osservazione, al di là dei problemi di coordinamento con la normativa domestica, pone l'ulteriore quesito se il legislatore italiano, nel 1999, nel concedere la esenzione da revocatoria per i pagamenti del debitore ceduto al veicolo, nel caso di fallimento di questi, abbia voluto introdurre un regime eccessivamente ed ingiustificatamente favorevole nei confronti dei veicoli e, indirettamente, nei confronti dei cedenti.

Ciò viene osservato anche tenendo conto che un tale favor potrebbe creare problemi di coordinamento con l'art. 3 della Costituzione, circa il principio di parità e di eguaglianza.

[143] Cfr. Capitolo 1 *supra*.

zione da revocatoria fallimentare nel rapporto fra *originator* e veicolo è ben presente nel Regolamento Cartolarizzazioni, salve le ipotesi di revocatoria per esigenze di ordine pubblico. Anche in questo caso viene richiamato, per vero con terminologia a-tecnica, il concetto di disposizioni rigide, quelle che possono e forse devono, al fine del marchio doc "STS", consentire in ogni Stato meglio l'esenzione da revocatoria, e quelle non rigide, di ordine pubblico, come l'ipotesi fraudolenta di cessione dei crediti. Poiché il Regolamento Cartolarizzazioni non incide sulla legge nazionale, aspetto più volte evidenziato, si può ritenere che la presenza di tali norme di principio (di tipo fallimentare) nel testo unionale ha solo finalità utili ad assicurare che nello Stato Membro vi siano norme in tema di revocatoria che, *de minimis* siano utili a configurare quella operazione come STS. La mancanza di tali norme nello Stato Membro farà sì che quell'operazione non potrà qualificarsi tale[144].

Questi due conflitti, chiastici, sono degni di approfondimento, in quanto potrebbero, nel prosieguo, portare a irrimediabili conflitti applicativi, dovesse in futuro insorgere un contenzioso giudiziale. Apparirebbe opportuno che il quadro domestico (*ubi major minor cessat*) si adeguasse a quello sovranazionale, atteso che altrimenti il disallineamento potrebbe portare ad alienare gli operatori.

In merito alla disciplina italiana in tema di cartolarizzazioni (Legge 130), si era inizialmente discusso se fosse opportuno che la società veicolo potesse gestire solo un portafoglio, ovvero una pluralità di portafogli. La soluzione da ultimo adottata è nel senso che al veicolo possa essere trasferito più di un portafoglio, e da parte di soggetti cedenti diversi, se il regime di separatezza patrimoniale vale non soltanto rispetto al cedente, ma anche all'interno dei diversi portafogli di cui allo stesso cedente. In questo secondo caso, la separatezza legale "funzionerà" a livello pratico, nella misura in cui il cessionario abbia una gestione ottimale, dal punto di vista contabile, dei diversi portafogli. Altrimenti, è ovvio che una tale separatezza sarà un mero *wishful thinking*, destinato a naufragare nel caso di gestione contabile non troppo rigorosa del veicolo.

Il Regolamento Cartolarizzazioni non prende posizioni sul punto specifico del modo di funzionamento della separatezza patrimoniale, né d'altro canto la definizione della SSPE sembra escludere la possibilità di trasferimento di portafogli differenti.

---

[144] In ogni caso non sembra potersi affermare che le – per vero poche – disposizioni fallimentari nel Regolamento Cartolarizzazioni comportino un obbligo di modifica della disciplina degli Stati Membri.

Se la scelta di consentire al veicolo di divenire cessionario di diversi portafogli e da più danti causa era già criticabile nella cornice domestica della Legge 130, a maggior ragione lo è la nuova normativa europea. Al fine di proteggere realmente gli investitori con titoli *STS*, risulterebbe più tuzioristico prevedere tanti veicoli quante sono le operazioni di cartolarizzazione, anche se il cedente è il medesimo. Ciò risponderebbe meglio al concetto di *special purpose vehicle*, letteralmente una società che ha una unica finalità, *ergo* porre in essere l'acquisto di una operazione di cartolarizzazione, altrimenti l'aggettivo *multi*, acronimo di *multiple*, sarebbe preferibile. Nella situazione attuale la perimetrazione del rischio presso il veicolo esiste, ma non è del tutto evidente.

Sembra per contro non rispondere ad una logica tuzioristica il prevedere che un veicolo possa divenire cessionario di più portafogli, anche perché l'esperienza (*Lehmann Brothers*) ha insegnato che le situazioni patologiche degli enti bancari ed anche degli intermediari sono proprio la conseguenza di contabilità opache, complesse, e poco intellegibili. La Legge 130 avrebbe potuto meglio definire, all'art. 3, il perimetro dell'oggetto sociale del veicolo quale società, *rectius* ente o semplicemente veicolo, che ha "per oggetto esclusivo la realizzazione di una specifica operazione di cartolarizzazione", in luogo dell'attuale testo, che fa riferimento "ad una o più operazioni di cartolarizzazione".

Il riferimento, in un testo ideale, al veicolo quale "ente" ovvero" veicolo" che ha ad oggetto esclusivo l'esercizio di una operazione di cartolarizzazione", consentirebbe anche il superamento della tematica, di diritto societario italiano, circa la natura – imprenditoriale o meno – della *SPV*. Ciò risponde anche a quanto avviene negli ordinamenti di *common law*, in cui è la società veicolo – e non la legge – a sancire le funzioni di isolamento del patrimonio del veicolo rispetto a quello del cedente. Finalità ulteriori, quali la produzione di utili, non vengono discusse nel *common law*, in quanto si tratta di *dormant entity*, società solo nella forma, ma di fatto conduit.

Si osserva anche che le *SPV* britanniche non vengono discusse nella loro portata imprenditoriale, mancando nella legislazione societaria britannica un concetto di imprenditore ovvero di impresa. Dunque, una semplice conversazione sul carattere imprenditoriale o meno delle *SPV* sarebbe del tutto priva di un fondamento teorico.

Nell'ambito dell'ordinamento italiano che ha riconosciuto la *SPV,* la legislazione poteva andare anche oltre, e prevedere più coraggiosamente la creazione di un ente *ad hoc* (ma non di una società né di intermediario), con capitalizzazione *nummo uno*, assoggettato alla vigilanza dell'autorità, e con vincoli rigorosi di separatezza del patrimonio. Que-

sti ultimi vincoli sarebbero l'occasione per rafforzare la credibilità italiana dell'ente cessionario e della cartolarizzazione di matrice italiana, quale strumento che gode di un vero *favor* del legislatore e dunque ben gradito dalla comunità internazionale degli affari.

La scelta del legislatore italiano di inquadrare il veicolo della cartolarizzazione quale intermediario, prevista senz'altro dall'inizio, è ontologicamente non del tutto corretta, in quanto tenderebbe ad inficiare quella che è la caratteristica principale dell'operazione di cartolarizzazione: la disintermediazione finanziaria[145]. Il veicolo, nella sua funzione di origine, disintermedia fra mercato bancario e mercato dei capitali, e dunque la *sedes materiae* naturale non dovrebbe essere quella dell'intermediario finanziario non bancario, piuttosto una autonoma categoria, quella appunto dei veicoli di cartolarizzazione.

La *SPV*, nella sua configurazione tradizionale, si atteggia a *conduit* che si estingue per conseguimento dell'operazione di cartolarizzazione, per la quale è stato creato. Con la *SPV* di cui alla Legge 130, si è creato un soggetto ibrido, che non è vero cessionario professionale, in quanto non sembra avere le caratteristiche del *factor*, anche perché non ne può avere la dotazione patrimoniale, in quanto ciò sarebbe in contrasto con

---

[145] Ciò era sottolineato già correttamente, allorquando la Legge 130 fu emanata, dalla dottrina più attenta: cfr. F. Di Ciommo, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separatezza patrimoniale*, *op. cit*., p. 57. Si osservava che:

> "Lo SPV, qualunque veste giuridica assuma, per la funzione peculiare che è chiamato a svolgere e per le caratteristiche strutturali connaturate al suo ruolo, non può in alcun modo essere considerato un intermediario finanziario, sebbene la genesi di tale figura possa essere ricondotta a quel fenomeno di proliferazione di soggetti coinvolti in operazioni finanziarie [..]."
>
> Si concludeva poi che il veicolo della cartolarizzazione "è un mero veicolo finanziario atto a realizzare la separazione patrimoniale tra l'attività del cedente e portafoglio di crediti ceduto."

Altrettanto correttamente si puntualizza (D. Galletti, G. Guerrieri, *op. ult. cit.,* p. 73) che, ad una *SPV* solitaria, che assomma le vesti di cessionario ed emittente, si accompagna una *SPV* "scissa". Nella scissione fra cessionario ed emittente, "tale duplicazione di ruoli è prevista in via generale dalla legge, che non poteva non prendere atto di una prassi molto radicata, in Italia come all'estero" (*ibidem*). Dunque, "[..] fra cessionario ed emittente potrebbe anche non intercorrere alcun rapporto: la legge stessa abilita i sottoscrittori ad «agire» sul portafoglio dei crediti, senza distinguere a seconda che sia o meno nella titolarità dello stesso emittente" (*ibidem*, pp. 73-74).

il concetto di *thinly-capitalised vehicle*[146]. D'altro canto, non ha nemmeno le caratteristiche della vera *SPV*, quanto meno di quella che si conosce nella prassi anglo-americana, in quanto la possibilità di essere cessionaria di più portafogli è in contrasto con il concetto stesso di *special purpose vehicle*. La *SPV* italiana sembra bensì essere uno *special purpose vehicle*, in quanto l'oggetto sociale è unico, ma è caratterizzato da *multiple activities,* un veicolo con una pluralità di attività esercitabili, sebbene riconducibili ad un medesimo ambito "merceologico", la cessione dei crediti. Questo non è esattamente il concetto di *SPV* che, nelle operazioni di cartolarizzazioni internazionali, si ha solitamente in mente, in quanto ad un negozio (ovvero atecnicamente cessione) di cartolarizzazione dovrebbe corrispondere la creazione ed operatività di un solo veicolo.

3.7. Investitori e tutele del mercato

I soggetti che comprano *bond* da una *SPV* sono spesso investitori istituzionali. Nell'ambito del Regolamento Cartolarizzazioni, gli investitori o *"institutional investor"* sono definiti all'art. 2, paragrafo 1, n. 12. Essi possono essere: un'impresa di assicurazione; un'impresa di riassicurazione; un ente pensionistico aziendale o professionale; un gestore di fondi investimento alternativi; una società di gestione od organismi di investimento collettivo in valori mobiliari; un OICVM a gestione interna; un ente creditizio[147].

La definizione di investitore istituzionale è funzionale all'individuazione di un obbligo di *due diligence*, che viene individuato all'art. 5, del Regolamento Cartolarizzazioni. In primo luogo, occorre verificare cosa si intenda per *due diligence*. Il Regolamento sulle Cartolarizzazioni non si perita di darne una definizione, all'art. 2. Per vero, vi sono

[146] Nulla vieta che, verosimilmente, l'*arranger* possa dotare il veicolo di una elevata dotazione patrimoniale. Anzi, una sua decisione in merito potrebbe essere vista in modo positivo dal mercato degli investitori, stante la possibilità per i *noteholder* di aggredire il patrimonio della società, ove gli attivi della *SPV* fossero inadeguati. Peraltro, ciò appare possibile nel caso in cui il veicolo sia di *common law*, laddove un veicolo italiano, di cui alla Legge 130, stante il principio di separatezza patrimoniale "rigido" di tipo legislativo, non potrebbe offrire la stessa tutela.

[147] Art. 2(12) del Regolamento Cartolarizzazioni.

passaggi anche nei "considerandi", in cui riferimento alle medesime è rinvenibile[148].

Da un punto di vista privatistico, in un ordinamento di *civil law*, come quello italiano, in cui esiste di già una responsabilità precontrattuale, il *due diligence* (o dovuta cautela) dovrebbe essere costituito da quelle attività, prodromiche alla conclusione di un contratto ovvero di una serie di contratti inquadrati nell'ambito di una operazione finanziaria, attraverso le quali la parte effettua delle verifiche non solo contrattuali ma anche contabili e di rischio in genere, in relazione all'operazione che va a chiudere. A differenza della responsabilità precontrattuale (o contrattuale), la cui violazione crea un diritto al risarcimento in capo alla controparte, la violazione del *due diligence* è soprattutto funzionale all'assetto organizzativo interno della parte contraente. In altre parole, si proietta internamente, non esternamente, vis-a-vis *stakeholders* interni, quali i soci principalmente, ma anche *stakehoders* esterni quali i creditori. Gli uni e gli altri potrebbero dolersi di una attività strumentale all'acquisto (di una partecipazione ovvero di azioni), che possa essere ritenuta inadeguata e che possa aver portato danni al valore della partecipazione (se essa pregiudica il socio, ad esempio) o che possa recare danno ad uno *stakeholder* indiretto, come ad esempio la società di gestione del risparmio che operi nell'interesse dei titolari della quota.

Al di là del complesso definitorio, l'art. 5 del Regolamento sulle Cartolarizzazioni richiede che, prima che vengano acquisiti i titoli emessi dal veicolo, gli investitori istituzionali eseguano una *due diligence*, dunque facciano una ricerca tanto sull'*originator* quanto sui rischi che siano associati alla *securitisation* in questione. Ad analizzare l'art. 5, nel dettaglio, sembra che l'attenzione del legislatore europeo si rivolga verso quella tipologia di cedenti (o *originator*) che appartengano a Paesi terzi. La *ratio* sembra chiara: essendo una tale entità non assoggettata ai rigorosi criteri dell'UE, inclusi quelli regolamentari, il focus nei confronti del cedente ed in particolare della qualità dei crediti ceduti deve essere maggiore. Il rischio sembra più ampio (e dunque la "dovuta cautela" deve essere maggiore) nel caso in cui il cedente, che non sia stabilito nella UE, non sia nemmeno un ente creditizio. In tale caso l'investitore istituzionale dovrà verificare che la concessione del credito viene fatta sulla base di "criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare, finanziare tali crediti e dispone di sistemi efficaci per l'applicazione di detti criteri e

[148] Ciò è stato lumeggiato in altra sede del lavoro.

procedure [..]"[149]. Ove il cedente non sia banca, ma comunque sia costituito in un Paese terzo, lo stesso deve concedere "tutti i crediti che danno luogo alle esposizioni sottostanti basandosi su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare e finanziare tali crediti e dispone di sistemi efficaci per l'applicazione di detti criteri e procedure al fine di assicurare che la concessione di crediti sia basata su una valutazione approfondita del merito di credito del debitore".

Non solo: l'esistenza di elementi di collegamento più forti fra cedente e Unione Europea, non esimono l'investitore istituzionale da specifiche verifiche. In ogni caso, l'investitore istituzionale deve verificare che il cedente mantenga "su base continuativa un interesse economico netto rilevante [..]", *ergo* un mantenimento di un rischio di partecipazione, ai sensi dell'art. 6, Regolamento Cartolarizzazioni, con conseguente obbligo di comunicare agli investitori istituzionali l'eventuale variazione.

Ove invece il cedente sia stabilito in un Paese terzo, la verifica dell'investitore istituzionale deve concernere il fatto che il cedente mantenga "su base continuativa un interesse economico netto rilevante non inferiore in ogni caso al 5%, determinato conformemente all'articolo 6, e comunica il mantenimento del rischio agli investitori istituzionali."

È soprattutto il paragrafo 3 dell'art. 5, Regolamento Cartolarizzazioni, a stabilire, da un punto di vista oggettivo, le attività che deve effettuare un investitore istituzionale, nell'ambito di una tale dovuta diligenza, ciò soprattutto al fine di valutare il relativo rischio.

Tre sembrano essere le principali valutazioni. In primo luogo, vi deve essere una valutazione delle "caratteristiche di rischio della singola posizione verso la cartolarizzazione [prospettiva] e delle esposizioni sottostanti." (lett. a). Ad esempio, la potenziale acquisizione di titoli cartolarizzati di tipo immobiliare dovrebbe tener conto del rischio e dell'andamento del mercato immobiliare.

In secondo luogo, la valutazione dovrà anche tener conto di tutte "le caratteristiche strutturali della cartolarizzazione che possono avere un impatto rilevante sulla performance della posizione verso la cartolarizzazione, tra cui priorità di pagamento fissate per via contrattuale e relativi valori di attivazione (*trigger*), supporti di credito, supporti di liquidità, valori di mercato di attivazione e definizione di inadempienza specifica all'operazione."

[149] Ciò dovrebbe avvenire secondo l'art. 9 del Regolamento Cartolarizzazioni.

Da ultimo, ove l'acquisizione da parte dell'investitore istituzionale in un titolo cartolarizzato riguardi cartolarizzazioni qualificate quali STS, lo stesso dovrà verificare concretamente che tale cartolarizzazione sia conforme ai relativi requisiti. In tal senso, l'investitore istituzionale potrà far leva sulla notifica STS di cui all'art. 27, paragrafo 1, e si aggiunge, "sulle informazioni relative alla conformità ai requisiti STS comunicate dal cedente, dal promotore e dalla SSPE, senza fare affidamento esclusivamente e meccanicamente su tale notifica e tali informative." Il messaggio lanciato dal legislatore unionale dunque è che una verifica circa l'esistenza formale del requisito di cartolarizzazione STS non è sufficiente, avendo l'investitore istituzionale l'obbligo di verifica sostanziale.

Più in generale è interessante notare che la violazione di tali obblighi di *due diligence* si riverberi nei confronti di una serie di soggetti/organi, con conseguente diritto/dovere di questi di attivare le relative tutele. I primi organi sono quelli che vigilano sull'investitore istituzionale. Una tale responsabilità è da vigilanza e si traduce nel potere dell'organo pubblico di iniziare l'accertamento, con conseguente irrigazione della sanzione, ove le verifiche abbiano accertato la violazione. La responsabilità potrebbe essere anche civilistica, ove la mancata osservanza delle regole di *due diligence* abbia portato ad un danno concreto arrecato allo *stakeholder*.

La vendita di cartolarizzazioni a clienti al dettaglio prevede regole *ad hoc* nell'ambito del Regolamento Cartolarizzazioni. L'art. 3, del Regolamento Cartolarizzazioni, vieta espressamente la vendita al dettaglio di titoli cartolarizzati, a meno che non siano soddisfatte talune condizioni. Fra queste si segnalano quella per cui il venditore della posizione verso la cartolarizzazione "ha effettuato una verifica dell'idoneità conformemente all'articolo 25, par. 2, della direttiva 2014/65/UE".

In secondo luogo, il venditore della posizione verso la cartolarizzazione deve avere appurato, sulla base della verifica di cui alla lettera a), che la posizione verso la cartolarizzazione è idonea per tale cliente al dettaglio. "Tale valutazione di idoneità deve essere parametrata al complessivo quadro del cliente, non solo la conoscenza dell'operazione e del rischio, ma anche della sua capacità patrimoniale."

Da ultimo, il venditore della posizione verso la cartolarizzazione comunica in una relazione al cliente al dettaglio l'esito della verifica dell'idoneità." Con la cartolarizzazione gli investitori con diverse propensioni al rischio possono essere soddisfatti, teoricamente, in modo più trasparente, in quanto i *bond* sono comunemente emessi almeno in due classi: *senior bond*; *junior bond*, sebbene gli *junior bond* sono su-

bordinati ai quelli *senior*. La distinzione fra *senior bond* e *junior bond* e, possibilmente, altre classi di *bond* è definito *tranching*.

3.8. I bond *ed il* security trustee *nella cartolarizzazione "DOC"*

Il rischio della *SPV* di non essere in grado di ripagare il capitale e l'interesse sui titoli si qualifica solitamente quale rischio di credito per gli investitori, un rischio che può essere mitigato in diversi modi.

In primo luogo, il credito di rischio verso la *SPV* è affievolito attraverso il *tranching*. Poichè le *junior note* sono subordinate alle *senior note* dunque assorbono le prime perdite, il credito di rischio sulle note con maggiore seniority è ridotto.

In secondo luogo, la sovracollateralizzazione (o *overcollateralization*) costituisce un modo per mitigare il rischio di credito nei confronti della *SPV*: l'*originator* trasferisce più crediti (o *receivable*) alla *SPV* di quelli di cui realmente abbiano bisogno gli investitori. Non solo ma l'interesse che la *SPV* riceve sui *receivable* da parte dei debitori è usualmente più alto di quanto non sia quello che la *SPV* deve pagare agli investitori[150].

In terzo luogo, la struttura della cartolarizzazione è organizzata in modo tale che gli investitori possano esercitare un regresso sugli attivi escutendo le garanzie che i debitori abbiano rilasciato all'*originator* in relazione ai crediti medesimi[151]. In una classica *securitisation*, queste garanzie sarebbero costituite dai mutui che i mutuatari hanno concesso sulla proprietà finanziata dal prestito dal quale i *receivable* originano. Dovesse la *SPV* divenire inadempiente nell'adempimento delle proprie obbligazioni nei confronti degli investitori, gli investitori potrebbero escutere tali garanzie attraverso il *trustee*, ove la struttura sia quella del *trustee*.

---

[150] Il probabile *surplus* che ne consegue sarà accreditato alla cosiddetta *"Reserve Account"* o conto di riserva.

[151] La letteratura italiana, in passato (P. Ferro-Luzzi, *La "cartolarizzazione": riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Impresa*, 2001, pp. 33 ss.), ha sottolineato non senza giustificazione che l'espressione adottata in Italia di "ricorso limitato", di pedissequa traslazione del *"limited recourse"*, non è scevra da critiche ed è finanche pericolosa. Il ricorso limitato presupporrebbe che "debitore principale nei confronti dei portatori dei titoli sia il veicolo, seppure appunto a ricorso limitato." Ciò contrasterebbe con i principi bilancistici, in quanto "la massa dei crediti acquistati è indicata sotto la linea, anzi in nota illustrativa [..]" (P. Ferro-Luzzi, *op. ult. cit.*, *passim*).

In aggiunta a ciò (e questo è il quarto fattore), il rischio di credito sulla *SPV* è mitigato da un prestito subordinato dall'*originator* alla *SPV*: un prestito che è da ripagarsi solo in caso in cui, ove la *SPV* divenisse insolvente, tutte le pretese degli investitori (incluse le *junior bond*), sono state soddisfatte[152].

Da ultimo luogo, un *liquidity facility* (o prestito) è stipulato fra la *SPV* ed un "*liquidity provider*" (solitamente un'altra banca), che consente alla *SPV* di disporre di denaro liquido per pagare in ogni caso i bond holder.

Come in un contesto di prestiti sindacati (o *syndicated loan*), una operazione di cartolarizzazione (ovvero *securitisation transaction*) necessita di un *trustee* il quale agisca per conto dell'intera gamma di *bond holders*, alla stregua di quanto faccia il *trustee* per la totalità dei creditori (*lender*) in un prestito sindacato (*syndicated loan*). Più specificamente, il *security trustee* è incaricato, *ex contractu*, di rendere esecutiva la relativa garanzia (*security rights*) nei confronti della *SPV* e dei debitori per conto degli investitori[153]. Le garanzie o *security rights* che proteggono i crediti, devono dunque essere trasferite al *security trustee*, in tal modo consentendo al *security trustee* di eseguire tali *security rights*. A seguito del trasferimento, gli investitori potranno escutere le garanzie (*security rights*) nel caso di mancato pagamento da parte della *SPV*[154].

Swap counterparty

La *SPV* è in condizioni di acquistare i crediti dell'*originator* attraverso l'emissione di *bond*. La *SPV* può pagare il capitale e l'interesse sui *bond*, con i ricavi (i così detti *proceeds*), dai crediti che l'*originator* abbia trasferito alla *SPV*. Il tasso di interesse che il Veicolo deve pagare ai *bond holder* o portatori dei titoli sui bond è usualmente variabile. Il tasso di interesse che la *SPV* riceve dai debitori sui crediti ceduti, d'altro canto, è usualmente fisso. Al fine di mitigare questo rischio di tasso di interesse/mismatch, la *SPV* solitamente stipula un contratto di swap con una *"swap counterparty"*. Ai sensi di tale contratto derivato[155], la

---

[152] Questo prestito è dunque chiamato *"equity piece"*.

[153] Sui prestiti sindacati, cfr. *ex plurimis* M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed. *cit*., in particolare pp. 189-214.

[154] Questioni legali che concernono il trasferimento di *security rights* (le garanzie), trattate in altra parte del presente lavoro.

[155] In merito ai derivati, nella letteratura italiana, cfr. AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli, R. Lener, Torino, 2010; E. Girino, *I contratti derivati*, II ed., Milano, 2010.

controparte accetta flussi di interesse variabili e fornisce flussi fissi di riscontro. La *SPV* dunque riceve un tasso di interesse fisso pagabile ai bondholder.

GIC and liquidity provider

Si è già dato conto del disallineamento (*mismatch*) di tasso di interesse fra i ricavi dei *receivables* ed i costi dei *bond*. Inoltre, il *mismatch* può verificarsi per altre ragioni. Da un lato, vi può essere un *surplus*, ad esempio allorquando i debitori ripagano in modo prematuro i loro prestiti. Dall'altro lato vi può essere un *deficit*, allorquando i debitori siano inadempienti. Per la situazione di *surplus*, la *SPV* ed un *account provider* possono stipulare un *guarantee investment contract* (o *"GIC"*), o contratto di investimento della garanzia, che consente alla *SPV*, in caso di *surplus* incidentale sui crediti, di investire il *surplus* temporaneamente. Nel caso di *deficit* temporaneo sui crediti, una *liquidity facility* stipulata fra la *SPV* ed un "*liquidity provider"* può fornire denaro, in tal modo consentendo alla *SPV* di pagare sempre e comunque i *bond holder*.

3.9. I gatekeeper *nel contesto delle cartolarizzazioni unionali*

Un attore che è comunemente coinvolto in una cartolarizzazione tradizionale è l'agenzia di valutazione del credito. Il suo ruolo è di assegnare un rating ai bond che sono emessi dalla *SPV*. Questi *bond* sono usualmente segmentati, suddivisi in "*tranche"*, anzi si deve sottolineare che il Regolamento Cartolarizzazioni richiede, al fine della qualifica della cartolarizzazione quale "STS" e nell'ambito della stessa definizione di cartolarizzazione, che le obbligazioni emesse dal veicolo abbiano almeno due tranche. Alla luce di ciò la presenza delle *credit rating agency* è finanche necessaria, atteso che la pratica del *tranching* comporta catene di operazioni finanziarie più lunghe che anche rappresentano una più complessa forma di intermediazione del credito[156]. Negli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria del 2007/2008, il ruolo delle agenzie di valutazione del credito è diventato ancora più complesso, in quanto, da un lato, si è focalizzato su di una valutazione – peraltro difficile - del rischio degli attivi sottostanti (attività che gli investitori non riescono a fare, in quanto troppo tecnica), dall'altro si

[156] V. Bavoso, *High Quality Securitisation and EU Capital Markets Union – Is It Possible?*, *cit.,* pp. 1-29, particolarmente p. 21.

è estesa ad attività ulteriori rispetto al vero e proprio *rating,* fra cui i servizi di consulenza finanziaria ancillari ai prodotti che sarebbero stati successivamente valutati[157], inclusa in particolare la consulenza finalizzata a far sì che il prodotto da strutturare potesse ricevere la fatidica "triple-A", dunque il più alto *score*. Da un punto di visto filosofico, la dottrina[158] enfatizza che rimane pur sempre il dilemma fra l'obiettivo della *regulation* di limitare la dipendenza dalle agenzie di valutazione del credito e la complessità dell'operazione la quale è *in re ipsa* nello stesso *tranching*.

In tal modo le agenzie di valutazione del merito creditizio si focalizzano principalmente sul rischio di credito dei *receivable*: i *bond* connessi con i *receivable* con il più basso rischio di *default* ottengono il *rating* più alto, i *bond* connessi con il più alto rischio di *default* ottengono il *rating* più basso. Il *rating* può variare da AAA a D, anche in questo caso in relazione al metodo di *rating* usato. In tal modo, una valutazione o giudizio AAA assicura agli investitori che la *SPV* abbia un'alta probabilità di pagare il capitale e gli interessi sui *bond*. Le agenzie di *rating* riequilibrano così le asimmetrie informative di cui soffrono, per definizione, gli investitori, in quanto sono questi *gatekeeper* a fornire agli investitori le loro valutazioni, di natura professionale, del rischio di credito dei *bond* cartolarizzati[159].

---

[157] V. Bavoso, *op. ult. cit.*, pp. 21-22

[158] *Ibidem*. L'Autore continua affermando che la domanda "che ancora rimane non risposta è come gli *originator* e gli investitori eserciteranno le funzioni poste in essere (va detto molto malamente) dalle *credit rating agency* al fine di ridurre l'asimmetria informativa che discende da operazioni complesse" (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[159] F. Partnoy, D.A. Skeel Jr, The Promise and Perils of Credit Derivatives (2007)75 Cincinnati Law Review 1019–1030; F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies* (1999)77 *Washington University Law Quarterly* p. 632; E.F. Gerding, *Bank Regulation and Securitisation: How the Law Improved Transmission Lines between Real Estate and Banking Crisis* "2015" *Georgia Law Review,* p. 9; K.C. Kettering, *Securitisation and its Discontents: the Dynamics of Financial Product Development* (2007)29 *Cardozo Law Review* pp. 1553–1728, particolarmente 1674–1681. In tema di responsabilità delle *credit rating agency* in relazione all'ultima crisi finanziaria: A. Miglionico, *The Disclosure Regime of Credit Rating Agencies: an Obscure Veil of Compliance?*, in *Journal of Business Law*, 2019, pp. 262-281; L. Bowman, *Crime and Punishment*, in *Euromoney*, 2008, pp. 128-131; H. McVea, *Credit Rating Agencies, the Subprime Mortgage Debacle and Global Governance:*

Queste valutazioni di rischio giocano un ruolo cruciale, ma anche critico, nella strutturazione della cartolarizzazione e, ancora più significativo, è un modo indiretto attraverso cui i *regulator* ma anche i *supervisor* esternalizzano "una larga porzione di supervisione" sul rischio che gli investitori assumono[160]. Anche per questa ragione la *Credit Rating Agency Regulation III*[161], la terza delle "trilogie" normative della UE in tema di cartolarizzazioni, ha assoggettato le *credit rating agency* ad una regolamentazione estensiva[162].

Più in generale si deve ritenere che, per effetto del Regolamento Cartolarizzazioni, la dipendenza da agenzia di rating sarà ridotta, anche se si espone in tal modo il sistema della finanza strutturata ad un ulteriore problema: la dipendenza dai modelli interni, ossia i modelli elaborati dalle banche che investano in tali titoli. L'applicazione di modelli interni, a sua volta, genera due rischi[163]. Il primo è che i modelli si basano sull'assunto, non necessariamente corrispondente al vero, di un rigore di mercato (una *market discipline*) che in realtà non si è concretizzato[164]. Il secondo è che questo approccio è volto a limitare il rischio micro-prudenziale, ma non quello sistemico; in particolare, la banca che investa in titoli cartolarizzati non terrà conto, sulla base dei propri

---

the EU strikes Back, in *International & Company Law Quarterly*, 2010, pp. 701-730; J. de Bruyne, *Liability of Credit Rating Agencies: Regulatory Changes and Tendencies in Case Law following the Financial Crisis*, *op. cit.,* pp. 87-94.

[160] E.F. Gerding, *Code, Crash, and Open Source: the Outsourcing of Financial Regulation to Risk Models and the Global Financial Crisis,* in *Washington University Law Review*, 2009, p. 151.

[161] In inglese: *Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies, OJ L 302, as amended by Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies* (OJ L 146).

[162] R. Inderst, M. Ottaviani, *Regulating Financial Advice*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, pp. 237-246. Viene sottolineato da questa dottrina quanto segue (*ibidem* pp. 245-246).

[163] Ciò viene correttamente evidenziato da V. Bavoso, *High Quality Securitisation and EU Capital Markets Union – Is It Possible?*, *cit.,* p. 22.

[164] Il rischio diventa ancora più macroscopico nelle grandi istituzioni creditizie che possono essere portate ad adottare una misura di rischio basso per ottenere una maggiore liberazione di capitale, ciò comportando un effetto leva sul capitale della banca.

modelli interni, se vi sia un rischio – insito nell'investimento – connesso al sistema nel suo complesso, dunque macro-prudenziale[165].

Da un punto di vista di ordinamento italiano, appare corretto ritenere che la responsabilità dell'agenzia di valutazione del merito di credito, anche con riguardo ad una operazione di cartolarizzazione, è aquiliana, atteso che l'investitore confida non già "nella conclusione di un contratto valido ed efficace con l'agenzia, bensì nella esattezza ed affidabilità del rating emesso dall'agenzia, e in base a questo giudizio assume la decisione di investire il proprio capitale o parte di esso"[166]. Il *quantum* di tale responsabilità dovrebbe dipendere dal danno sofferto dagli investitori, connesso ad una variazione in *pejus*, oltremodo superiore rispetto a quella normalmente ipotizzabile, delle prestazioni degli attivi ceduti al veicolo ovvero una insolvenza del veicolo emittente, che un attento *rater* avrebbe dovuto prevedere.

Peraltro, se questo è il quadro generale applicabile alle *securitisation* prima del Regolamento Cartolarizzazioni, va detto che, alla luce della disciplina più recente, il *rater* dovrà prestare particolare attenzione anche alla osservanza dei titoli rispetto alle nuove disposizioni di Bruxelles. Il nuovo marchio "doc" delle cartolarizzazioni si basa su di una coerenza dei titoli emessi dal veicolo con il modello legislativo, ed in particolare il parametro del semplice, trasparente e standardizzato. La *credit rating agency*, verosimilmente, accerterà anche se l'operazione, se e quando posta in essere, sia in linea con tali parametri, nella sostanza, indipendentemente dal fatto che i titoli siano iscritti nell'apposito registro dell'ESMA. Sembra dunque che, creandosi un affidamento dell'investitore nel giudizio della agenzia di valutazione, quest'ultima potrebbe essere responsabile del danno subito dall'investitore, per aver confidato nella natura STS dei titoli, che in realtà non era esistente. Ovviamente, ove l'investitore abbia caratteristiche "istituzionali", il *quantum*, ma non l'*an*, della suddetta responsabilità si andrà a ridurre in relazione alla *contributory negligence* dell'investitore, ossia del suo concorso di responsabilità.

---

[165] V. Bavoso, *High Quality Securitisation and EU Capital Markets Union – Is It Possible?*, *cit.,* p. 22.

[166] L. Di Donna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, *cit*., p. 403.

CAPITOLO IV

Una analisi sistematica

Sommario: 4.1. *Regulation* e *securitisation*. – 4.2. Finalità della *securitisation*. – 4.3. Osservazioni critiche sulla finanza strutturata dell'Unione. – 4.4. *Segue*: valutazioni empiriche. – 4.5. Profili dinamici della cartolarizzazione. – 4.6. *Shadow banking* e cessione dei crediti. – 4.7. Disintermediazione bancaria e finanza strutturata. – 4.8. Tematiche tradizionali e nuove della cartolarizzazione.

4.1. Regulation *e* securitisation

La finanza strutturata è una di quelle aree del diritto bancario e societario in cui la *regulation*[1], che pure avrebbe ben diritto ad intervenire con i suoi articolati, ha stentato alquanto ad imporre suoi principi e le sue regole. È piuttosto nella *lex mercatoria*, dunque nel contesto privatistico[2], che sono stati elaborati modelli negoziali – e societari – che meglio si adattavano alle esigenze di coloro (gli *arranger*) che organizzano tali operazioni. Riecheggia qui, ed in altre parti di questo lavoro, la tesi che tali modelli negoziali potrebbero, e avrebbero potuto, essere adattati anche all'ordinamento italiano, nei suoi istituti tipici del codice civile. Infatti, a parte il concetto di *security trust*, di derivazione del *common law*, le cartolarizzazioni non sono ascrivibili ad uno specifico modello e/o istituto di diritto inglese o di altro ordinamento anglo-americano, avendo dunque la gamma di operatori semplicemente attinto all' "armamentario" disponibile in quell'ordinamento, per una

[1] Per un'ampia panoramica delle diverse prospettive: D. ANNOFF, *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch,* in *European Business Organization Law Review*, 2010, pp. 629-636.

[2] In merito alla nuova *lex mercatoria*, cfr. G. ALPA, *Giuristi e interpretazioni. Il ruolo del diritto nella società postmoderna*, Bologna, 2018, in particolare pp. 282 ss.

vicinanza operativa[3]. Anzi, in questo lavoro si è dimostrato che, per certi versi, il diritto inglese presenta finanche delle incompatibilità sia con il fenomeno della cartolarizzazione sia con quella che ne è la fase più significativa, l'*assignment of receivable*, avendo dimostrato che Oltremanica il contratto, nei principi di *common law*, e a parte le evoluzioni normative del 1999, di per sé non può essere ceduto a soggetti diversi dalle parti originarie.

Volgendo lo sguardo alle tematiche regolamentari, molteplici sono le problematiche che devono essere tenute in considerazione in una operazione di cartolarizzazione. In primo luogo, vi è il requisito di pubblicare il prospetto, documento nel quale, come noto, l'emittente rende pubblici i prodotti di investimento, i.e. i titoli, ai consumatori. Tuttavia, questo requisito può disapplicarsi in specifiche circostanze.

In secondo luogo, la regolamentazione del credito al consumo potrebbe essere anche rilevante in quanto la *SPV* detiene crediti che possono essere relativi a debitori che abbiano le caratteristiche del consumatore, ad esempio, mutui e prestiti su carte di credito.

In terzo luogo, la regolamentazione che concerne la protezione dei dati personali potrebbe applicarsi e, di tal via, limitare il trasferimento dei crediti alla *SPV*, senza possibilità di ritrasferimento, specialmente nel caso in cui i crediti concernano posizioni verso i consumatori. Tuttavia, attraverso il mandato ad un *escrow agent* che assicuri la conformità alla *regulation*, la *SPV* può evitare l'applicazione di questa regolamentazione. In quarto luogo, la *SPV* deve soggiacere a requisiti di comunicazione finanziaria (*financial reporting*). Questo significa che la *SPV* deve rendere disponibili le relative informazioni nei *report* finanziari ogni anno. Sempre ai sensi dell'art. 7 del Regolamento Cartolarizzazioni, l'*originator* e la *SPV* devono rendere disponibili una serie di informazioni, che in alcuni casi devono essere sottoposte alla cosiddetta *securitisation repository* (ovvero cassa di deposito)[4].

---

[3] Essendo le banche d'affari principalmente operanti fra Londra e New York, il diritto inglese e dello Stato di New York, rispettivamente, hanno ovviamente costituito il riferimento legale degli operatori.

[4] Art. 7, par. 2, parte 2:

"Se non è registrato alcun repertorio di dati sulle cartolarizzazioni conformemente all'articolo 10, il soggetto designato per soddisfare i requisiti di cui al paragrafo 1 del presente articolo mette a disposizioni le informazioni su un sito web che:

a) dispone di un sistema efficiente di controllo qualitativo dei dati;

4.2. Finalità della securitisation

In passato, le cartolarizzazioni sono state utilizzate in modo errato da parte degli operatori che – a fronte di strutture oltremodo complesse – hanno agito con scarsa trasparenza, riducendo sensibilmente l'area di valutazione del rischio insito nelle operazioni di cui si parla. Alcuni operatori, quali le agenzie di valutazione del merito di credito (*credit rating agencies*), non hanno svolto il ruolo loro imposto contrattualmente per assicurare che le operazioni di cartolarizzazione fossero improntate a criteri prudenziali, idonei a garantirne uno sviluppo fisiologico nella prospettiva del rimborso ai possessori dei titoli; i fallimenti di mercato che ne sono conseguiti sono ancora ben percepibili nei loro effetti. Le principali legislazioni hanno reagito al caos conseguente alla crisi[5] attraverso stadi progressivi ma misurati, per cui si è pervenuti a prevedere: (1) cartolarizzazioni sicure e semplici; (2) un miglior modo di gestire tali operazioni, particolarmente attraverso la dovuta diligenza e il mantenimento del rischio (*risk retention requirement*).

Sulla scorta di tali premesse concettuali, sarebbe non totalmente corretto affermare che la regolamentazione non incide sulle cartolarizzazioni. Vi è stata un'abbondante legislazione degli ultimi anni, precedente al Regolamento Cartolarizzazioni e, per quanto riguarda l'Unione, si può asserire, senza che ciò dia adito ad incertezza alcuna, che le cartolarizzazioni del mercato UE sono ora strettamente regolamentate[6]. Una

---

b) è soggetto ad adeguate regole di governance e al mantenimento e al funzionamento di una struttura organizzativa adeguata che assicura la continuità e il regolare funzionamento del sito;

c) è soggetto a sistemi, controlli e procedure adeguati che individuano tutte le fonti di rischio operativo pertinenti;

d) dispone di sistemi che assicurano la protezione e l'integrità delle informazioni ricevute e la loro pronta registrazione; e

e) rende possibile la conservazione delle informazioni per almeno cinque anni dopo la data di scadenza della cartolarizzazione.

La documentazione riguardante la cartolarizzazione indica il soggetto responsabile della segnalazione delle informazioni e il repertorio di dati sulle cartolarizzazioni in cui le informazioni sono messe a disposizione".

[5] Essenzialmente, la letteratura, sia economica che legale, attribuisce le meno che commendevoli conseguenze delle crisi globali finanziarie alle crisi dei mutui subprimari (*subprime mortgage*): E.F. Gerding, *Code, Crash, and Open Source: the Outsourcing of Financial Regulation to Risk Models and the Global Financial Crisis*, in *Washington University Law Review*, 2009, p. 127.

[6] Proposta di Regolamento UE, p. 2.

entità che cartolarizzi e che sia vigilata, dovrà rispettare rigorose norme di natura prudenziale; infatti, la regolamentazione UE prevede un trattamento prudente e sensibile al rischio[7] delle attività e degli investimenti, ai sensi del regolamento relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento, *Capital Requirement Regulation* (CRR)[8], particolarmente del 50° 'considerando'. L'intento è quello di assicurare che i rischi siano assorbiti in modo appropriato dai requisiti di capitale delle istituzioni creditizie[9]. Attualmente, questa legislazione europea risulta amalgamata con il testo legislativo consolidato sulle cartolarizzazioni, che si analizza[10].

La genesi dei nuovi principi è in generale il risultato della riconsiderazione dell'intero settore bancario a livello globale. Nel novembre 2010, quando le ferite della crisi finanziaria, precedente a quella data, erano ancora aperte, i capi del G20 si riunirono a Seul; al *Financial Stability Board* (di seguito: FSB) fu chiesto di sviluppare suggerimenti utili a rafforzare il controllo (*oversight*) e la regolamentazione dell'attività bancaria opaca[11]. Quale risultato di tale mandato[12], l'FSB, dopo oltre un anno di lavoro intenso e difficoltoso[13], emanò raccomandazioni che incisero su una serie di aspetti dell'intero settore della cosiddetta attività bancaria opaca, incluse le cartolarizzazioni. Merita in particolare richiamare la raccomandazione 7, la quale è connessa con gli incentivi collegati con le operazioni di cartolarizzazione. L'FSB ebbe a sollevare

---

[7] Dunque, da testo di origine, *"risk-sensitive and prudentially sound treatment"*.

[8] Come da previsioni legislative del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (CRR).

[9] Più precisamente, tali principi sono contenuti nell'ambito del capitolo 5 della CRR.

[10] Proposta di Regolamento UE.

[11] Dichiarazione del G20, Vertice di Seoul del 2010, p. 41, in www.treasury.gov.

[12] È stato osservato da C. Barbagallo, *Lo Shadow Banking e la Regolamentazione Italiana*, in NIFA – New International Finance Association, World Finance Form 2015, 2015, p. 4, in www.bancaditalia.it, che il gruppo di lavoro incaricato di redigere il testo dovette confrontarsi con uno scenario complesso, per il fatto che alcuni Paesi erano già regolamentati ed altri erano del tutto sprovvisti di regolamentazione.

[13] FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 27 ottobre 2011.

una specifica questione relativa alla cartolarizzazione, che faceva riferimento alla esigenza di assicurare che i fornitori di cartolarizzazioni (particolarmente i cedenti ma anche i promotori) detenessero una parte dei rischi degli attivi sottostanti.

4.3. Osservazioni critiche sulla finanza strutturata dell'Unione

Secondo l'FSB, i requisiti di mantenimento del rischio (il c.d. "*skin in the game*") hanno rappresentato il fattore chiave delle risposte di natura regolamentare alla crisi finanziaria più volte menzionata. Tale aspetto di natura normativa, ritenuto sempre più importante, è coerente e in linea con la necessità che i prodotti cartolarizzati siano trasparenti e standardizzati[14]. La specifica raccomandazione, rivolta dalla *International Organization of Securities Commissions (IOSCO*), è stata trasposta nella regolamentazione delle più avanzate giurisdizioni[15], ma anche in altri Paesi[16]. L'obbligo di mantenimento del rischio[17], in vigore nell'UE proprio per effetto del Regolamento Cartolarizzazioni, è incluso fra i diversi aspetti regolamentari che, come nel caso della giusta diligenza, influiscono maggiormente sul buon esito delle operazioni di cartolarizzazione.

Il micro-sistema di norme è duplice e definisce: in primo luogo, il modo con cui il cedente dovrà calcolare l'ammontare dell'esposizione per il rispetto di quanto prescritto in materia di capitale regolamenta-

---

[14] Ivi, p. 21.

[15] Si veda OICU-IOSCO, *The Board of the International Organization of Securities Commissions*, in *Global Developments in Securitisation Regulation Final Report* (FR09/12), 16 November 2012.

[16] Gli USA sono un ulteriore esempio. Si veda A. Gelpern, E.F. Gerding, *Rethinking the Law in "Safe Assets"*, in R.P. Buckley, E. Avgouleas, D.W. Arner (eds.), *Reconceptualising Global Finance and its Regulation*, Cambridge, 2016, p. 184. Gli stessi A. ricordano che un più recente modo di rendere i titoli cartolarizzati più sicuri è stato praticato negli USA, rendendo tali titoli coerenti con parametri minimi di sottoscrizione, che migliorano la qualità dei portafogli dei titoli (*ibidem*). Sul concetto di *safe assets*, si veda più recentemente A. Gelpern, E.F. Gerding, *Private and Public Ordering in Safe Asset Markets*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2015, p. 1; A. Gelpern, E.F. Gerding, *Inside Safe Assets*, in *Yale Journal on Regulation*, 2016, p. 363.

[17] Ancora, quello definito più spesso, dai *practitioners*, *retention requirement*.

re, con riguardo sia alle cartolarizzazioni tradizionali sia a quelle sintetiche; in secondo luogo, le modalità attraverso cui il cedente potrà escludere l'esposizione che ha cartolarizzato (CCR, articoli 243-245) dall'ammontare della esposizione ponderata ai fini del rischio ovvero, se esistente, dall'ammontare di perdita prevista. In relazione a quanto precede, il trasferimento dei crediti, da un punto di vista legale, realizza una vendita vera e genuina.

Il requisito di mantenimento è fondamentalmente volto ad evitare pratiche di sottoscrizione superficiale (c.d. *loose underwriting*) da parte di coloro che sono coinvolti nelle operazioni di cartolarizzazione quali organizzatori (*arrangers*). Come sottolineato dallo stesso legislatore UE[18], il mantenimento del rischio – da parte di "originatori", banche di affari mandatarie e mutuanti originari – assicura l'allineamento di interesse fra tali attori e gli investitori medesimi. A livello dottrinale, è stato enfatizzato[19] che il requisito di mantenimento dovrebbe essere – ma in realtà lo è – sviluppato nella regolamentazione, al fine di ridefinirlo, per evitare i fraintendimenti che sono intrinseci nel modello di alcune cartolarizzazioni, aventi l'obiettivo di "originare per distribuire" (*originate to distribute*). In realtà, la materia della detenzione è stata oggetto di una significativa riforma prevedendo l'obbligo, rivolto a "originatori" e banche d'affari, alternativamente fra loro, di mantenere un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione, nell'ottica di incoraggiare un comportamento prudente da parte di entrambi i soggetti[20]. Tale obbligazione si sostanzia, secondo il Regolamento Cartolarizzazioni, nelle previsioni legali che impongono alle principali entità regolamentate di verificare in anticipo, nei casi in cui questi decidano di investire in titoli cartolarizzati, se gli obblighi di detenzione sono stati rispettati in una operazione di cartolarizzazione in cui vogliano investire.

Le raccomandazioni della EBA sui requisiti di detenzione[21] già contenevano osservazioni che erano finalizzate a colmare la potenziale lacuna nell'implementazione del regime di mantenimento del rischio. Più esplicitamente il requisito, come originariamente concepito, avrebbe potuto essere circonvenuto attraverso una interpretazione estensiva del-

[18] Si veda più specificamente l'art. 4 della proposta di Regolamento UE.

[19] OICU-IOSCO, *op. cit.*, p. 15.

[20] *Ibidem*. Il requisito di manutenzione (*retention requirement*) costituiva una delle principali conclusioni della dichiarazione finale del G20 al Vertice di Pittsburgh del 2009.

[21] *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure*, 2014, *online*.

la definizione di "originatore". A tale riguardo è stato precisato che, ai fini dell'art. 4 della proposta di Regolamento Cartolarizzazioni, un ente incorporato quale "guscio dedicato", dunque quale veicolo, al solo fine di cartolarizzare esposizioni e senza una finalità più ampia, non potrà essere considerato quale "originatore".

4.4. Segue: *valutazioni empiriche*

Come già enfatizzato dall'EBA, il requisito di trasparenza prescritto per le cartolarizzazioni e per le esposizioni sottostanti dovrebbe consentire "agli investitori di comprendere, valutare e comparare le operazioni di cartolarizzazione e non soltanto di contare su parti terze, quali le società di valutazione del credito"[22]. Il rispetto di tale requisito consente agli "investitori di agire quali prudenti investitori e di effettuare una giusta diligenza", considerato che "gli investitori avranno tutte le informazioni rilevanti sulle cartolarizzazioni a loro disposizione"[23]. Una prima implicazione del requisito di trasparenza ha comportato l'obbligatorietà del prospetto che, già esistente nella Direttiva sui prospetti, è stata rafforzata dall'UE proprio per effetto del suo recente Regolamento Prospetti. La dottrina ha ampiamente posto l'accento sul complesso fenomeno dell'attività bancaria opaca e sul potenziale rischio a carico degli investitori[24]. I titoli cartolarizzati sono offerti nei mercati regolamentati, ove solitamente gli strumenti finanziari ammessi sono regolamentati. Tale concetto di mercato regolamentato quale *club* ristretto che tratta strumenti finanziari[25] è rinvenibile nella direttiva relativa al mercato degli strumenti finanziari, MiFID II[26]. Gli Stati membri devono avere regole chiare e trasparenti che riguardino l'ammissione degli

---

[22] Traduzione dall'inglese di chi scrive.

[23] Ivi, p. 14 (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[24] S.L. Schwarcz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, *cit*., p.1109 ss.

[25] Art. 51, par. 1, MiFID II, in precedenza art. 40, par. 1, co. 1, MiFID I (Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio).

[26] Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (MiFID II).

strumenti finanziari alla negoziazione. Esse devono assicurare che gli strumenti finanziari ammessi ai mercati regolamentati possano essere negoziati in modo giusto, ordinato ed efficiente e, in caso di trasferibilità, liberamente trasferibili[27]. Poiché la quotazione (*listing*) rende pubblici i titoli emessi, l'ammissione al mercato degli strumenti finanziari è generalmente accompagnata da un prospetto con cui si comunicano al pubblico sia le caratteristiche dei titoli sia l'entità giuridica emittente[28].

La direttiva sui prospetti, nel passato certamente applicabile ai titoli cartolarizzati emessi dal veicolo, è stata modificata per effetto del Regolamento UE. Nel testo legislativo che si commenta, i contenuti del prospetto sono stati meglio armonizzati e, laddove il prospetto non è richiesto, sono state previste specifiche forme semplificate (*summary*), con le quali indicare e comunicare i principali elementi conoscitivi.

Tenendo conto dei principi generali cui la direttiva sui prospetti è informata, l'osservanza del requisito di pubblicazione del prospetto si impone allorquando l'emittente renda pubbliche agli investitori le informazioni relative agli strumenti finanziari, e i titoli cartolarizzati non fanno eccezione al riguardo. L'obbligo di pubblicare il prospetto non scaturisce da una delle circostanze alternative indicate all'art. 3 della direttiva sui prospetti, come modificato dalla direttiva 2010/73[29]. *Mutatis mutandis*, le eccezioni da applicarsi ai titoli cartolarizzati, alla luce della loro tipologia, riguarderanno: 1) l'offerta di titoli cartolarizzati rivolti soltanto a investitori qualificati; 2) l'offerta di titoli cartolarizzati rivolti a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per ciascun Stato membro, diversi dagli investitori qualificati[30]; 3) l'offerta di titoli rivolta a investitori che acquisiscono titoli per meno di euro 100.000,00 per

[27] Art. 51, par. 1, co. 2, MiFID II.

[28] Le obbligazioni di cui al prospetto, sebbene incorporate nella direttiva MiFID II e precedentemente nella MiFID I, sono l'oggetto di uno specifico intervento legislativo: la direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (direttiva sui prospetti).

[29] Direttiva 2010/73/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, recante modifica delle direttive 2003/71/CE, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, e 2004/109/CE, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

[30] Tale limite è stato elevato da quello iniziale di 100 a 150, a seguito della direttiva 2010/73.

investitore, per ciascuna offerta[31]; 4) l'offerta di titoli la cui denominazione per unità è di almeno euro 100.000,00[32]; da ultimo, 5) l'offerta di titoli cartolarizzati per un ammontare complessivo di non più di euro 100.000,00 calcolato su di un periodo di 12 mesi.

L'art. 7 del nuovo Regolamento UE prevede più stringenti obblighi finalizzati a rendere l'offerta più trasparente e – sostanzialmente in linea con la proposta – traccia fra le diverse previsioni legislative i pilastri sui quali si fonda il prospetto dei titoli cartolarizzati. Più specificamente, l'art. 7 prescrive che l'"originatore", *sponsor* o *SPV* di una cartolarizzazione rendano disponibili talune informazioni a coloro che detengono titoli di tale tipologia, oltre che alle competenti autorità.

Sono previste due tipologie di informative: la prima relativa all'esposizione sottostante su base trimestrale o, nel caso di ABCP, a quella sui crediti sottostanti su base mensile; la seconda riguarda invece: i) i documenti dell'offerta finale, ad esclusione del parere legale; ii) per la cartolarizzazione tradizionale, il contratto di compravendita, cessione, novazione o accordi di trasferimento o ogni altra dichiarazione a titolo di *trust*, se la struttura della cartolarizzazione prevede una tale tipologia; iii) i contratti derivati e di garanzia e tutti gli altri documenti sulla collateralizzazione; iv) il contratto di servizi, di servizio sostitutivo, di amministrazione e di gestione della liquidità; v) l'atto costitutivo di *trust*, di garanzia, di agenzia, l'accordo di conto corrente, i contratti di investimento garantiti, la struttura degli accordi contrattuali, con le relative definizioni; vi) tutti gli accordi fra creditori, la documentazione dei derivati, gli accordi di finanziamento subordinati; vii) ogni altro documento sottostante che è essenziale per meglio comprendere l'operazione.

L'art. 7 del regolamento prescrive anche un'informativa di supporto che deve essere fornita all'investitore nei casi in cui il prospetto sia stato redatto in linea con la direttiva 2003/71. In questo caso, ai sensi del par. 1, lett. c) del Regolamento UE, saranno forniti un sommario o una revisione complessiva dei principali fattori della cartolarizzazione e, ove applicabili: i) i dettagli che riguardino la struttura dell'accordo; ii) i dettagli circa le caratteristiche dell'esposizione, i flussi di cassa, i fat-

[31] Questo limite è passato dagli iniziali euro 50.000,00 della direttiva sui prospetti al nuovo limite di euro 100.000,00 della direttiva 2010/73. Il nuovo limite tiene conto del fatto che il precedente (euro 50.000,00) non riflette più "la distinzione fra gli investitori commerciali e quelli professionali in termini di capacità dell'investitore" (9° 'considerando' direttiva 2010/73).

[32] Anche in questo caso, i precedenti dati facevano riferimento ad euro 50.000,00.

tori di miglioramento del credito (*credit enhancement*) e quelli di supporto della liquidità (*liquidity support*); iii) i dettagli relativi ai diritti di voto dei portatori dei titoli cartolarizzati e la loro relazione con i creditori garantiti; iv) una lista di tutte le "clausole grilletto" (*triggers*) e gli eventi indicati nei documenti contrattuali che possano avere un impatto sulla prestazione della cartolarizzazione; v) i diagrammi della struttura della cartolarizzazione, con una panoramica della transazione, dei flussi di cassa e della struttura societaria. Nel caso di cartolarizzazioni STS, la relativa notifica, le comunicazioni (*reports*) su base trimestrale agli investitori o, in caso di ABCP, le comunicazioni su base mensile, conterranno, fondamentalmente: i) tutti i dati rilevanti sulla qualità dei crediti e la prestazione della esposizione sottostante; ii) i dati sui flussi di cassa generati dalle esposizioni sottostanti e dalle passività della cartolarizzazione, eccetto che per gli ABCP, nonché l'informazione sulla violazione di eventi che implicano il cambiamento nell'ordine di priorità dei pagamenti o la sostituzione delle controparti; iii) da ultimo, le informative in merito al mantenimento del rischio.

4.5. Profili dinamici della cartolarizzazione

L'obiettivo dell'*originator*, da un punto di vista economico, è quello di ottenere un surplus sui crediti dopo che l'operazione di cartolarizzazione sia cessata e gli investitori abbiano ricevuto la restituzione sia del capitale che degli interessi. Un surplus potrebbe emergere nel caso di *overcollateralization*, il quale, come già approfondito in questo lavoro in altra sede, è un metodo per mitigare il rischio di credito. Da un punto di vista contrattuale può essere espressamente concordato che la *SPV* debba trasferire il surplus che discenda dal completamento dell'operazione di cartolarizzazione all'*originator*.

Diverse questioni giuridiche sorgono nel trattare di operazioni di cartolarizzazione. Tali questioni concernono norme di tipo regolamentare e di diritto di proprietà, come anche norme di natura inderogabile (*public policy*) che non possono essere derogate in via pattizia.

Il trasferimento dei crediti (*receivable*) dall'*originator* alla *SPV* deve qualificarsi quale "*true sale*", poiché ai sensi delle leggi di diverse giurisdizioni, l'ammontare pagabile dalla *SPV* all'*originator* potrebbe essere altrimenti qualificato quale prestito garantito dai crediti. Non solo, secondo taluni ordinamenti giuridici, un trasferimento a scopo fidu-

ciario che non sia il risultato di una *"true sale"* (una vendita reale), ma avviene solo a scopo di garanzia, è proibito[33].

Se una tale riqualificazione (*"recharacterisation"*) avviene, allora i risultati per le parti coinvolte potrebbero essere drammatici[34]. Il trattamento "fuori bilancio" dei crediti sarà inficiato e l'*originator* avrà dunque una rimanente responsabilità per il rischio di credito relativo ai *receivable*.

Non solo, ma tutti i requisiti previsti per la costituzione delle garanzie connesse ai crediti saranno applicati e, come conseguenza, non essendo intervenuta una vera vendita per effetto della *recharacterisation*, non dovranno essere più osservati[35]. Ciò genera una serie di difficoltà,

---

[33] Cf. art. 3:84(3) del *Dutch Civil Code*. Cfr. M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit*., pp. 255. Anche il diritto italiano fornisce una qualifica negativa della vendita a scopo di garanzia.

La dottrina italiana sul tema della vendita con scopo di garanzia è vasta. *Ex plurimis* e senza pretesa di esaustività: V. Roppo, *La cessione del credito e il factoring*, Milano, 2014; G. Guerrieri, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni*, *cit.*, pp. 472 – 496; A. Gardella, *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale*, Milano, 2007; A. Gardella, *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale*, Milano, 2007; G. Tucci, *Garanzie sui crediti dell'impresa e tutela dei finanziamenti: l'esperienza statunitense e italiana*, Milano, 1974; M. Martino, *Cessione dei crediti in garanzia e funzione solutoria nel finanziamento bancario alle imprese: una perdita di coerenza tipologica*, 2018; U. Stefini, *La cessione del credito con causa di garanzia*, Padova, 2007; F. Maimeri, *Le garanzie bancarie improprie*, Torino, 2004; T. Mancini, *La cessione dei crediti futuri a scopo di garanzia*, Milano, 1968; M. Bussani, M. Infantino, *Cessione del credito e factoring*, Milano, 2006; M. Sesta, *Le garanzie atipiche*, Padova, 1988; G.B. Barillà, *Polizza fideiussoria e assicurazione del credito tra attività bancaria e assicurativa: funzione di garanzia e profili atipici*, 2005. Più risalenti ma sempre illuminanti gli scritti di S. Pugliatti, *Precisazioni in tema di vendita a scopo di garanzia*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile,* 1950, pp. 298 ss.

[34] P.R. Wood, *Law and practice of international finance*, *cit*., pp. 468-470.

[35] Nell'ordinamento italiano, un tentativo di riqualificazione è stato tentato dalla Amministrazione Finanziaria (Commissione Tributaria Provinciale Sassari, 10 giugno 2004, n. 67), per un negozio di cartolarizzazione precedente alla Legge 130, ed in merito ad un *credit enhancement.* Nel caso di specie (cfr. A. Scano, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione di credit nell'ambito delle operazioni di asset securitisation*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, p. 87 ss.), la controversia verteva, fondamentalmente, sul fatto che la garanzia prestata dall'*originator* in merito alle *junior note* inficiasse il

fra cui, ad esempio, la caducazione degli effetti della pubblicazione ovvero dei requisiti di registrazione.

Per di più, per effetto di diversi regimi concernenti il diritto di proprietà, ogni surplus sulle garanzie dovrà essere restituito al creditore dopo l'attivazione ed escussione della garanzia, laddove per contro il surplus, in una operazione di cartolarizzazione, è destinato ai *bondholder*. Da ultimo, l'escussione della garanzia è assoggettata a regole restrittive che per contro sono assenti nel caso di trasferimento a pieno titolo nel caso di un'operazione di cartolarizzazione.

Al fine di prevenire una riqualificazione, è essenziale che l'operazione in questione non abbia le principali caratteristiche di una garanzia (*security interest*) connessa ad un credito.

Diverse misure potrebbero essere prese in considerazione al fine di realizzare un tale obiettivo in una operazione di cartolarizzazione. In primo luogo, deve essere escluso che l'*originator* abbia una responsabilità residuale per gli attivi che sono trasferiti alla *SPV*. Questo vuol dire che l'*originator* non può garantire la restituzione del capitale ed interessi dei *receivable* e, ovviamente, non ha alcuna obbligazione a riacquistare i titoli in caso di perdite sui *receivable*.

In secondo luogo, è essenziale che la *SPV* ottenga il controllo esclusivo sugli attivi e sia consentito al medesimo veicolo di esercitare ogni qualsivoglia azione che un normale proprietario sia autorizzato a fare. In altre parole, la *SPV* dovrebbe ottenere pieno potere di disporre dei beni al fine di vendere ovvero garantire gli attivi. Tale principio non è inficiato dal fatto che l'*originator* possa continuare a raccogliere i ricavi degli attivi quale *servicer*.

In terzo luogo, dal un punto di vista contabile gli attivi devono essere perimetrati presso la *SPV* e isolati pertanto dall'*originator* in caso di insolvenza di questi. In Italia questo avviene per via legislativa nella Legge 130, attraverso la previsione che talune norme sulla revocatoria fallimentare, le quali altrimenti travolgerebbero la cessione dei crediti, siano disapplicabili.

In relazione alla legge applicabile, un giudice potrebbe prendere in considerazione altre circostanze per determinare se una operazione di cartolarizzazione si possa qualificare quale *secured loan*, dunque quale credito a scopo di garanzia. Ad esempio, come prima accennato, ai sen-

---

carattere "vero e genuino" della vendita. Il *dictum* del giudicante, in questo caso, non fu favorevole all'Amministrazione finanziaria, in quanto fu statuito che non vi fosse nulla di anomalo nella concreta operazione, rispetto alla consueta dinamica di una normale operazione di cartolarizzazione.

si della legge sulla proprietà, il prenditore di una garanzia è legittimato a beneficiare solo dei ricavi che discendano dalla escussione della garanzia, nella misura in cui i ricavi non siano superiori al debito iniziale garantito. Dunque, restituisce ogni *surplus* sui ricavi al debitore. Non solo ma in una classica cartolarizzazione, la *SPV* restituisce il *surplus* all'*originator* nell'intento di ottenere un profitto, mentre altri profitti vanno esclusivamente a beneficio degli investitori. Ciò dipenderà dalla particolare operazione posta in essere e, dunque, se nell'ambito della stessa, il relativo profitto debba ritenersi rilevante, *material*, con conseguente *recharacterisation*.

Inoltre, l'*originator* a volte ha un diritto a riacquistare l'eventuale surplus sui *receivable*. Se ciò è rilevante (*material*), dipenderà dalle particolari condizioni dell'operazione posta in essere. In ogni caso, il riacquisto dei crediti non può essere senza corrispettivo, i.e. gratis, a causa proprio dei rischi di *recharacterisation*.

In terzo luogo, se l'*originator* continua a fare la gestione (*service*) e la raccolta sui crediti dopo il trasferimento alla *SPV*, questo teoricamente potrebbe essere un indice coerente con la *recharacterisation*, in quanto in una *true sale* la parte venditrice si impegna a non fare la *collection*.

In quarto luogo, l'*originator* potrebbe continuare ad essere responsabile dei crediti sottostanti, seppur in via indiretta. Questo avverrebbe attraverso un prestito subordinato (*subordinated loan*) al veicolo, la *SPV*, ove il creditore del prestito subordinato (l'*originator*) sopporti le perdite sui crediti prima ancora di quanto non siano costretti a fare i *bondholder*, gli obbligazionisti del veicolo (operazione definita di *equity price*). Una tale circostanza sarebbe estremamente delicata e verrebbe apprezzata in modo diverso a seconda del regime di legge applicabile in quell'ordinamento giuridico. Se questo elemento è decisivo per una *recharacterisation*, dipenderà da quell'ordinamento.

Questioni legali possono originarsi dal trasferimento dei diritti di credito, i *security right*, che garantiscono i crediti, al *security trustee*. Quale regola generale del diritto di proprietà, i *security right* sono accessori, il che significa che essi seguono i relativi crediti che garantiscono. Di tal via, i *security right* che garantiscono i crediti si trasferirebbero, generalmente, con i crediti medesimi, dall'*originator* alla *SPV*.

Tuttavia, è abbastanza comune che i *security right*, i diritti di garanzia, che garantiscano i *receivable*, siano mutui fondiari, o *bank mortgage*. Tali mutui sono connessi con proprietà immobiliari, che garantiscono il prestito che finanzia la proprietà. Tuttavia, quali mutui della

banca, gli stessi garantiscono anche altri crediti, non necessariamente ipotecari, che la banca possa avere nei confronti del debitore, e.g. quelli da scoperto (*overdraft*) di conto corrente (*current account*). Quando un prestito su di una casa è garantito ed è trasferito ad una *SPV*, diventa arguibile in quale misura l'ipotecario che garantisca la banca si trasferisce alla *SPV*. In relazione al diritto applicabile, la risposta potrebbe essere che il mutuo (o *mortgage*) si divide in due parti, *pro rata*, il che significa che la percentuale del mutuo che riguarda il prestito è trasferito alla *SPV*, mentre l'*originator* mantiene il rimanente, per la parte che garantisca gli altri rapporti.

Allorquando le garanzie (*security interests*) sui crediti vengono trasferiti alla *SPV*, questi di conseguenza hanno bisogno di essere trasferiti al *security trustee*. In relazione alla legge applicabile, ciò potrebbe essere realizzato in vario modo. Ad esempio, ai sensi della legge olandese, il modo usato più frequentemente è quello della costruzione del debito parallelo[36], il che significa che la *SPV* si obbliga essa stessa a pagare lo stesso ammontare al *security trustee* e ai *bondholder* sicché i debiti sono paralleli. La *SPV* di conseguenza costituisce un pegno (*pledge*) sui crediti (*receivables*) a favore del *security trustee* al fine di garantire il pagamento sul debito creato contestualmente. In relazione al principio accessorio discusso in precedenza, le garanzie (*security interests*) che garantiscono i *receivable* (e.g. *mortgages*) diventano disponibili, con il pegno, a beneficio del *security trustee*, il quale, di tal via, avrà il potere, nel caso di *default* della *SPV*, di attivare la garanzia (*security interests*) e di recuperare le perdite in vece degli investitori.

4.6. Shadow banking *e cessione dei crediti*

L'analisi esegetica e teorica della disciplina sulle cartolarizzazioni, tenuto conto del nuovo Regolamento UE, ha portato ad esaminare nel profondo le operazioni di finanza strutturata. Il riferimento alla nozione di *shadow banking* aiuta a chiarire come le operazioni di finanza strutturata *"simple, transparent and standardised"* debbano essere qualificate nell'ambito della teoria generale.

[36] Cf. anche M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit*., pp.191-192, sui crediti sindacati, dove il concetto di debito parallelo è anche usato.

Per di più, attese le principali teorie che sono state elaborate nella regolamentazione di questa area[37], il lavoro ha cercato di stabilire se la legislazione è bilanciata e adeguata o se la stessa sia ipertrofica. Da ultimo, alcune proposte di cambiamento sono promosse per il superamento di alcune incoerenze fra norme, particolarmente la interazione fra *Basel II* e *Basel III*.

Al di là della varietà di teorizzazioni richiamate in questo lavoro, in alcuni casi non convincenti[38], la sola possibile soluzione è che lo *shadow banking* semplicemente denoti un certo perimetro di attività finanziarie che gli intermediari sono autorizzati ad esercitare, in quanto non strettamente proibite, sebbene l'articolato regolamentare applicabile è *"loose"* (flessibile, a dirla eufemisticamente) ovvero del tutto inesistente. La definizione evoca il perenne asincronismo esistente fra l'azione dell'industria bancaria ed i suoi *player*, da un lato, e l'assenza di immediata comprensione – e dunque la reazione tardiva – del normatore ovvero della stessa legislatura, dall'altro[39].

Sulla scorta di tali premesse metodologiche, il lavoro può dimostrare che, epistemologicamente, le cartolarizzazioni siedono su di un nuovo, seppur già ampio, concetto di così dette attività bancarie opache. Operazioni, *de facto* non regolamentate fino al 2010, sono ora al centro del palcoscenico di una rete normativa la quale "governa" il mercato

---

[37] In tema di *banking regulation*, da una prospettiva di Oltremanica, cfr. per tutti I.H.-Y. Chiu, J. Wilson, *Banking Law and Regulation*, Oxford, 2019. Sulla *banking regulation* a livello globale, cfr, K. Alexander, *op. cit., passim*.

[38] Ad esempio, la più recente definizione che identifica lo *shadow banking* quale quella intermediazione eseguita per mezzo di *conduit* e/o veicoli i quali non possono far leva sul *public backstop*, ossia sul supporto regolamentare pubblico, non sembra essere totalmente convincente. La risposta a ciò è che, come sottolineato più recentemente dagli studiosi (cfr. P. de Gioia Carabellese, C. Chessa, *'The So-Called Pan-European Depositors' Protection Scheme: a Further Euro Own-Goal? A Critical Analysis of Directive 2014/49,* in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2016, pp. 241 ss), gli stessi intermediari tradizionali (le banche) non sono necessariamente in grado di proteggere il depositante, quanto meno nella UE, se la crisi dovesse essere tanto estesa in un Paese Membro da mettere l'intero sistema bancario in ginocchio. Per una disamina dei sistemi di garanzia dei depositi in Italia, cfr. A. Sacco Ginevri, *I sistemi di garanzia dei depositi bancari*, in *L'attività delle banche*, 2° ed., a cura di A. Urbani, Milano, 2020, pp. 661-668.

[39] In merito alle inefficienze regolamentari (ossia i *regulatory failures*), particolarmente durante i periodi di "bolle", cfr. E.F. Gerding, *Law, Bubbles, and Financial Regulation*, London, 2013, *passim*, particolarmente pp. 139–195.

dei capitali. I principali pilastri su cui questa architettura regolamentare poggia sono probabilmente i requisiti di "dovuta cautela" nell'investimento (*due diligence*) e quelli di "mantenimento" di cointeressenza nel rischio (*retention*) che, in tempi relativamente recenti, sono stati introdotti nell'Unione Europea (ma anche negli USA).

Le conclusioni del presente lavoro sono che le operazioni in parola beneficiano ora di una piena uniformità regolamentare, quanto meno nei principali mercati dei capitali del mondo, quelli G20. In tale scenario, le *securitisation* continueranno ad essere "inondate" dalla regolamentazione. È probabile d'altro canto che quest'ultima sarà sempre meno settoriale e sempre più uniforme, come appunto risulta dal testo consolidato sulle cartolarizzazioni della UE, che fino al novembre 2017 era una mera (in inglese) *Proposal of Securitisation Regulation*.

Lo scopo finale della regolamentazione è di rendere ufficiale quel processo che, nell'ultimo lustro, è servito a creare un mercato dei titoli cartolarizzati *"simple, transparent and standardized"*[40]. I requisiti "STS" saranno principalmente destinati a creare due categorie di cartolarizzazioni: una cartolarizzazione nel lungo periodo; una cartolarizzazione nel breve periodo ossia "ABCP". Ciò nondimeno, le due categorie saranno implementate "on the basis of existing requirements in the Liquidity Coverage ratio and Solvency II delegated acts, on the EBA advice and on the BCBS-IOSCO standard"[41].

Inoltre, poiché la definizione di *shadow banking* adottata – ed a nostro avviso – corroborata in questo lavoro non è particolarmente visionaria ed evocativa, a differenza di quanto uno si aspetti, si ritiene che tali operazioni o Contratti Quadro, in particolare nelle nuove caratteristiche di cartolarizzazione STS difficilmente possono essere qualificate quali operazioni di *shadow banking*. In un contesto globale pienamente armonizzato, come quello descritto nel presente lavoro, dove le entità regolamentate sono gravate da oneri e procedure al fine di comprare prodotti cartolarizzati, e dove gli stessi veicoli (*SPV*) sono sottoposti a supervisione, il termine *"shadow banking"* può rappresentare un "abito" il quale va già stretto in un corpo che nel frattempo ha raggiunto la sua maturità, a voler continuare ad usare la metafora dello *shadow banking* come il bambino che entra nella sua adolescenza.

Tenendo conto di ciò, due *caveat* di natura metodologica pervadono il presente lavoro. In primo luogo, la regolamentazione ipertrofica nel sistema bancario e finanziario non necessariamente previene

[40] Cfr. proposta di Rgolamento Cartolarizzazioni, p. 15.
[41] *Ibidem*.

le crisi,[42] e può finanche scatenare "bolle"[43], le fatidiche *bubble*. In secondo luogo, una regolamentazione finanziaria non bilanciata ed "emotiva" può soffocare la crescita e gli investimenti: le regole, incluse quelle che disciplinano i mercati dei capitali, tendono a svolgere le proprie funzioni nella misura in cui siano adempiute ed osservate nel lungo periodo[44].

Questo ultimo tema fa scaturire una considerazione finale. Sebbene una armonizzazione regolamentare abbia finalmente "avvolto" la finanza strutturata, una armonizzazione legale dell'industria finanziaria costituisce tuttora un miraggio. In contratti ed operazioni che sono per definizione *cross-border*, i rischi legali in cui l'investitore può incorrere non sono stati eliminati, come emerge dalle discussioni di cui al presente lavoro. Da un punto di vista strettamente legale, la responsabilità (*accountability*) di coloro che sono coinvolti nel processo di cartolarizzazione (i *securitizers*), dunque i *player* della *securitisation*, è ancora lasciata alla valutazione di differenti corti – e di differenti sistemi legali – delle nazioni ovvero ordinamenti giuridici ove le diverse fasi contrattuali dell'operazione sono poste in essere.

Secondo questa linea di ragionamento, un nuovo schema di tipo legislativo in Europa dovrebbe meglio identificare l'area di responsabilità dei *securitizer* nei confronti degli investitori privati. A sua volta, questo dovrebbe elevare il livello di protezione, dell'investitore e, in definitiva, dovrebbe rendere i titoli cartolarizzati attività più sicure (*safe asset*).[45] A tal proposito, il lavoro in maniera speculativa accenna al fatto che una più robusta legislazione, piuttosto che regolamentazione,[46] nell'Unione

---

[42] L. Enriques, *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Regulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 2009, pp. 1147–1155. Per una più ampia analisi del ruolo svolto dalla vigilanza nel mercato, cfr. R. Romano, *Further Assessment of the Iron Law of Financial Regulation: a Postscript of Regulation in the Dark*, *op. cit.,* online.

[43] E.F. Gerding, *Law, Bubbles, and Financial Regulation*, London, 2013, pp. 62–135.

[44] F.A. Hayek, *Law, Legislation, and Liberty. Volume II. The Mirage of Social Justice*, *op. cit.,* p. 29.

[45] Cfr. ancora A. Gelpern, E.F. Gerding, *Rethinking the Law in 'Safe Assets'*, *op. cit*., *passim*.

[46] Per una disamina della recente ed autorevole letteratura in merito alla regolamentazione nel settore bancario, cfr. R.P. Buckley, E. Avgouleas, D.W. Arner (eds), *Reconceptualising Global Finance and its Regulation*, Cambridge, 2016; N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (eds), *The Oxford*

europea, particolarmente una più incisiva MiFID II sia necessaria; in questo ambito, la banca che offre e/o distribuisce prodotti strutturati è considerata immediatamente responsabile per i danni che siano sofferti dagli investitori ordinari piuttosto che da quelli istituzionali.

Questa è una ovvia lacuna nell'attuale disciplina, la quale potrebbe essere superata con una previsione legale esplicita che renda il distributore di prodotti finanziari responsabile in via oggettiva dei danni causati agli investitori. *De lege ferenda*, l'obiettivo di una tale specifica norma rafforzerebbe lo standard di diligenza e di professionalità degli operatori, in quanto la potenziale azione legale che gli stessi fronteggerebbero, come anche il rischio da danno reputazionale che discenderebbe, potrebbe risultare un deterrente molto persuasivo.

Al di là dell'auspicio, ottimistico, più realisticamente, l'attuale furore regolamentare non lascia troppo spazio circa il fatto che simile speranza possa essere soddisfatta in tempi brevi[47]. Questo sistema di responsabilità legale dei principali attori della cartolarizzazione, ed i suoi criteri uniformi attraverso i principali mercati e giurisdizioni avanzate, può diventare la nuova frontiera dell'analisi della finanza strutturata e, in definitiva, il supporto reale di cui gli investitori, quanto meno formalmente, difettano ancora allorquando comprino siffatti strumenti finanziari. Ciò nondimeno, al di là della giustificazione – ed in alcuni casi della retorica – per la regolazione e legislazione, la massima *memento mori*[48] ovvero, forse meglio, *caveat emptor*[49] dovrebbe essere riaffermata rispetto ad ogni individuo che approcci il mercato dei capitali.

Sotto questo aspetto, il ricorrente concetto di "stabilità finanziaria" (ovvero *"financial stability'*), la cui eco risuona nella recente letteratura, è una mera utopia, in quanto le bolle e le crisi sono intrinsecamente connesse con la storia umana, *a fortiori* con i mercati finanziari. Dopo il mito delle crisi finanziarie del 2008, la bestia chiamata *"securitisation"*

Handbook of Financial Regulation, Oxford, 2015; D. Busch, G. Ferrarini, *European Banking Union*, Oxford, 2015.

[47] In Europa il recente *decisum* della *Court of Justice of the European Union* non ha riconosciuto tale responsabilità. Cfr. Case-604/11 *Genil 48 SL and another v Bankinter SA* [2013] CMLR 43.

[48] Si prende a prestito l'adagio latino, ben noto e largamente utilizzato in Italia, dal libro del Professor Gerding – E. Gerding, *Law, Bubbles, and Financial Regulation* (n 152) 513 –, sebbene l'uso in quella sede della massima rispondeva ad altre esigenze espositive.

[49] Il tema del *caveat emptor* è ripreso nella letteratura, più recentemente, da M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed., *cit.*, pp. 56–75.

potrebbe essere stata domata, grazie alla regolamentazione e, per quanto riguarda l'Unione Europea, la implementazione del mercato delle cartolarizzazioni *"simple, transparent and standardized"*. Tristemente e realisticamente, nuove bestie possono già distruggere la foresta; e gli entusiasti della regolamentazione possono essere ora impegnati a suonare il violino, mentre una nuova Roma sta già bruciando in qualche altra parte del mondo chiamato *"shadow banking"*. Alla luce dei recenti eventi "Brexit", la Roma che brucia potrebbe essere l'antica colonia romana di *Londinium* (Londra), particolarmente il modo in cui il Regno Unito può approcciare, quale ex Stato Membro, il nuovo testo europeo sulle cartolarizzazioni, di fatto ignorandolo, dando luogo a possibili, nuove bolle speculative nella finanza strutturata.

4.7. Disintermediazione bancaria e finanza strutturata

Negli ultimi decenni la banca è stata assoggettata ad un fenomeno di disintermediazione, rispetto alle attività di raccolta del risparmio e di esercizio del credito; queste costituiscono le fondamentali attività bancarie, anzi rappresentano l'essenza tradizionale della banca. Come lumeggiato in dottrina[50], per disintermediazione creditizia, da un lato, si intende la possibilità per i prenditori del credito di non avvalersi della banca, e di servizi di altri soggetti, quali quelli societari (i quali possano emettere capitale di rischio ovvero capitale di debito) ovvero più frequentemente di operatori del credito che operano in modo più informale e, in alcuni ordinamenti giuridici, senza regolamentazione alcuna[51]. Dal lato passivo, per contro, la disintermediazione si concretizza allorquando i titolari dei conti correnti provvedano ad investire i propri risparmi

[50] F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari, cit.,* p. 108.

[51] Ciò è costituito dal prestito, *lending*, *"person to person"*, dalle cooperative di credito, dal *micro-lending* e altro. Cfr. K. Alexander, *op. cit*., p. 24.

Viene adombrato che la distinzione fra canale del credito tradizionale e canale non bancario potrebbe essere anche connessa alle dimensioni del prestito: *retail customer* e *small businesse*s operano attraverso il così detto credito non regolamentato (*unregulated lending*), per contro quasi tutto il prestito di tipo societario opera attraverso le istituzioni bancarie tradizionali.

in altre forme di deposito, diverse da quello bancario, quali ad esempio le obbligazioni emesse da grandi imprese[52].

La cartolarizzazione costituisce una forma ancora più estrema di disintermediazione, in quanto il veicolo, che pure effettua la raccolta nel mercato dei capitali, non garantisce alcunché con il proprio patrimonio, il quale di fatto è inesistente[53]. L'investitore effettua indubbiamente un investimento molto alternativo rispetto al deposito bancario ovvero all'obbligazione bancaria, e la restituzione si basa sulle attività cedute al veicolo dall'*originator*, e su di un complesso di documentazione contrattuale la quale, artificialmente, garantisce che le attività cedute siano vincolate al soddisfacimento dell'interesse dei sottoscrittori dei titoli. Lo strumento attraverso cui questo si realizza costituisce anche un fenomeno peculiare, che contribuisce alla disintermediazione. In particolare, viene consentito agli attivi che si fondano sui - e sono iscritti nei - bilanci della banca (mutui, ad esempio) di essere traslati verso società separate[54].

Al paradigma della banca, basato da un punto di vista economico sul concetto di *deposit-funded vehicle*[55], ed a quello dell'intermediario finanziario non bancario, che è *equity funded*, si sostituisce quello del

---

[52] F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari, cit.,* p. 118. Questo è stato reso possibile anche per via della liberalizzazione dei controlli di cambio e del movimento di capitali *cross-border* (K. Alexander, *op. cit.,* p. 24) e consente di investire in grande quantità in esposizioni di credito di altre giurisdizioni e/o mercati al fine di ottenere tanto una diversificazione del rischio quanto, potenzialmente, più elevati guadagni.

[53] L'effetto di "disintermediazione" è divenuto ora anche formalmente giuridico, dopo che l'ordinamento italiano (Decreto Legislativo n. 141 del 13 agosto 2010, "Attuazione della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori, nonché modifiche del titolo V del testo unico bancario in merito alla disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario, degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi") ha stabilito che la *SPV* che effettua operazione di cartolarizzazioni non sia più iscritto nell'albo di cui all'art. 106, TUB; peraltro, permane l'iscrizione per il soggetto che svolga attività di *servicing*. Questo articolo, come sottolineato in dottrina (F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia di banche e intermediari finanziari*, Bologna, 2019, p. 109) individua "l'identità e le funzioni degli intermediari non bancari, prevedendo un albo dei soggetti autorizzati all'esercizio, nei confronti del pubblico, dell'attività di concessione dei finanziamenti".

[54] K. Alexander, *op. cit.,* p. 24.

[55] F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari, cit.,* p. 109.

asset-backed vehicle, nella forma più estrema di disintermediazione che porta il credito bancario non solo al di fuori del perimetro bancario, ma anche al di fuori dell'intermediazione. Questo veicolo non ha alcuna dotazione patrimoniale, è estraneo al circuito tradizionale della vigilanza. Ciò nondimeno, la costruzione contrattuale rigorosa, basata sulla *true sale*, accompagnata dalla fiducia riposta sulla *credit rating agency*[56], fa sì che il mercato degli investitori non rimanga insensibile all'investimento, anzi ne sia finanche attratto, in quanto ritenuto più sicuro delle forme più tradizionali, sebbene queste siano effettuate nell'ambito di canali più tradizionali.

4.8. Tematiche tradizionali e nuove della cartolarizzazione

Ai sensi delle leggi di proprietà di alcune giurisdizioni, particolarmente quelle con tradizione di *civil code*[57], la cessione di crediti senza

---

[56] In ambito europeo, questa fiducia ora non costituisce più una speranza, ma è pienamente coercibile, avendo introdotto, la legislazione europea, un regime pubblicistico di autorizzazione delle *credit rating agency*, con una vigilanza specifica attribuita all'ESMA, cui si accompagna un regime di responsabilità contrattuale, ove la valutazione degli attivi ceduti e, conseguentemente, dei titoli cartolarizzati, non sia ritenuta adeguata.

[57] T.C. Hartley, *Choice of Law regarding Voluntary Assignment of Contractual Obligations under the Rome I Regulation*, in *International & Comparative Law Quarterly*, 2011, pp. 29-56. L'Autore sottolinea quanto segue:

"La cessione volontaria di obbligazioni contrattuali (e non-contrattuali) nel conflitto di leggi è disciplinato dall'art.14 del Regolamento di Roma. Ai sensi di questo provvedimento, la validità della cessione fra cedente (*assignor*) e cessionario (*assignee*) è disciplinata dalla legge applicabile al contratto esistente fra queste due parti (paragrafo 1 dell'art. 14). D'altro canto, la cedibilità del credito e la relazione fra debitore e cessionario sono disciplinate dalla legge applicabile all'obbligazione ceduta (paragrafo 2 dell'art. 14)" (traduzione dall'inglese di chi scrive).

Il Regolamento di Roma I è il "Regolamento (CE) n. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I)" (L 177/6 del 4 luglio 2008).

Sebbene le due norme di per sé facciano chiarezza abbastanza sul fenomeno della cartolarizzazione, indirettamente in quanto disciplinano la cessione dei crediti, talune questioni rimangono sempre irrisolte, in quanto estranee allo scopo e alla portata dell'art. 14, per come è attualmente scritto. Vi sono, ad esempio, le questioni delle priorità nel caso di cessioni "concorrenti"

notifica (*notice*) ovvero, nei casi più gravi, consenso del debitore ceduto, non può essere confermata verso parti terze, incluso il debitore medesimo. Poiché in una classica operazione di cartolarizzazione migliaia di crediti verso controparti debitori sono coinvolti, la specifica notifica ovvero la richiesta di consenso non sarebbe pratica. Ciò, a sua volta, potrebbe inficiare l'efficacia dell'operazione e, se realmente eseguita, potrebbe essere molto costosa. Una tale tematica può essere risolta attraverso un pegno ai sensi di alcuni regimi di tipo privatistico (ed in luogo di un *undisclosed assignment*). Un'altra possibilità potrebbe essere la creazione di una cartolarizzazione sintetica.

In relazione ai diversi regimi di proprietà che permettano che cessioni non comunicate al pubblico divengano efficaci nei confronti di parti terze, i debitori rimangono comunque legittimati ad adempiere le proprie obbligazioni attraverso un pagamento ad un originario creditore, i.e. l'*originator*, fino a quando la notifica della cessione alla *SPV* non sia avvenuta. Nelle giurisdizioni di *common law*, tali pagamenti dei debitori all'*originator* prima della notifica della cessione possono essere effettuati a beneficio di un *trust*; in tal modo, le relative somme, affluite nel *trust*, non saranno attaccabili dagli altri creditori dell'*originator*, e.g. nel caso di insolvenza. Nelle giurisdizioni di *civil law* che non riconoscano la creazione di un simile *trust*, ciò può risultare problematico in quanto, nel caso di insolvenza dell'*originator*, il pagamento dei debitori diventa parte della massa fallimentare dell'*originator* e dunque disponibile per la distribuzione presso i creditori dell'*originator*.

Anche alla luce di quanto sopra, è evidente come sia di essenziale importanza poter stabilire in modo inequivocabile quale legge di proprietà si applichi al trasferimento dei *receivable* dall'*originator* all'*SPV*. Tuttavia, la questione è molto controversa e i differenti Stati Membri hanno una pluralità di risposte alle domande della specie. Non solo, la *Rome I Regulation* non fornisce una risposta definitiva[58], sebbene il suo

---

(dunque, se la stessa obbligazione è ceduta due volte a differenti cessionari) e i diritti di parti terze (soprattutto i creditori del cedente). Si adombra in questa sede come vi siano differenti ed in parte contrastanti argomenti che possano essere rilevanti nel decidere quale legge dovrebbe al presente disciplinare le questioni non coperte da alcuno dei due paragrafi, una questione che sta diventando vieppiù pressante alla luce del fatto che vi sono negoziazioni prossime venture circa una possibile revisione dell'art. 14" (traduzione dall'inglese di chi scrive).

[58] Senza pretesa di esaustività, in tema di *Rome I Regulation* ed in italiano, cfr. G. Conetti, S. Tonolo, F. Vismara, *Manuale di diritto internazionale*

art. 14(2) certamente chiarisca che la legge applicabile ai crediti ceduti determina la sua cedibilità (*assignability*), la relazione fra cessionario e debitore, le condizioni ai sensi delle quali la cessione può essere fatta valere contro il debitore e se le obbligazioni del debitore sono state adempiute[59].

Ai sensi del regime di conflitto delle leggi, in astratto la legge propria dei crediti medesimi (nelle parole dell'art. 14(2) della *Rome I Regulation*: *"the law governing the assigned claim"*) potrebbe determinare anche i requisiti di legge della proprietà per il loro trasferi-

---

privato, 4° ed., Torino, 2020; T. Ballarino, *Diritto internazionale privato italiano*, 4° ed., a cura di M.E. Ballarino, I. Pretelli, Padova, 2016; F. Mosconi, C. Campiglio, *Diritto internazionale privato e processuale, Volume I. Parte Generale e Obbligazioni*, Milano, 2020; P. De Cesari, *Diritto internazionale privato dell'Unione Europea*, Torino, 2011. Viene sottolineato, specificamente nei rapporti fra Convenzione di Roma I e Regolamento di Roma I (B. Barel, S. Armellini, *Manuale breve. Diritto internazionale privato*, Milano, 2016, pp. 260) che, "agli artt. 14 e 15 del Regolamento (corrispondenti, ma non identici, agli artt. 12 e 13 della Convenzione) vengono specificamente disciplinate la **surrogazione** e la **cessione del credito** (cui il Regolamento assimila la surrogazione convenzionale)" (enfasi dal testo di origine).

[59] L'ar. 14 del Regolamento (Rome I), rubricato "Cessione di credito e surrogazione convenzionale", stabilisce:

"1. I rapporti tra cedente e cessionario o tra surrogante e surrogato nell'ambito di una cessione o di una surrogazione convenzionale di credito nei confronti di un altro soggetto («il debitore») sono disciplinati dalla legge che, in forza del presente regolamento, si applica al contratto che li vincola.

2. La legge che disciplina il credito ceduto o surrogato determina la cedibilità di questo, i rapporti tra cessionario o surrogato e debitore, le condizioni di opponibilità della cessione o surrogazione al debitore e il carattere liberatorio della prestazione fatta dal debitore.

3. Il concetto di cessione nel presente articolo include i trasferimenti definitivi di crediti, i trasferimenti di crediti a titolo di garanzia nonché gli impegni e altri diritti di garanzia sui crediti".

La dottrina italiana (B. Barel, B. Armellini, *op. cit., ibidem*) riassume il fenomeno nei seguenti termini: "[..] il negozio di cessione ricade nello statuto della cessione per quanto riguarda gli effetti tra le parti, e nello statuto del credito ceduto per quanto riguarda gli effetti che si ripercuotono sul debitore".

Nella dottrina nazionale in inglese, e più in generale per la genesi e disciplina della *Rome I Regulation*, cfr. per tutti P. Torremans (ed), *Cheshire, North & Fawcett. Private International Law*, 15° ed., Oxford, 2017, pp. 686-775.

mento[60]. Per contro, si potrebbe applicare l'ordinamento in cui risiede abitualmente il *transferor*. Da ultimo, vi è una terza categoria, il cui ordinamento potrebbe sancire che i requisiti per il trasferimento della proprietà dei crediti sono determinati dalla legge di cui all'accordo di cessione[61].

I benefici dell'ultima opzione sono ovvi nel contesto delle cartolarizzazioni: in questi casi, le parti di cui agli accordi di cartolarizzazione non devono verificare da un punto di vista legale la legge di diritto sostanziale applicabile ad ogni cessione, dovendo semplicemente conformarsi ai requisiti di legge di proprietà del solo accordo globale di cessione. Per effetto del medesimo ragionamento inferibile dalla prima ipotesi, i *player* della cartolarizzazione non dovranno investigare quali leggi si applichino ai crediti ovvero a tutti i crediti che devono trasferirsi (e possibilmente conformarsi ai requisiti delle differenti leggi di proprietà di quelle leggi)[62]. Infatti, è semplicemente l'accordo globale di cessione dei crediti e la legge scelta a stabilire la legge applicabile.

Un'altra questione, che è connessa alla cessione dei crediti, è se ai debitori sia permesso compensare (*to set-off*) i loro debiti nei confronti dell'*originator* con i crediti che possono avere nei confronti del medesimo *originator*, seppur dopo che tali debiti sono stati trasferiti alla *SPV*. Questo specifico punto è strettamente connesso con la particolare legge applicabile, sebbene la gran parte delle giurisdizioni preveda che

---

[60] La normativa italiana di diritto internazionale privato non sembra derogare invece ai criteri del Regolamento I Roma. Cfr. art. 57, Obbligazioni contrattuali, "Le obbligazioni contrattuali sono in ogni caso regolate dalla Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, resa esecutiva con la legge 18 dicembre 1984, n. 975, senza pregiudizio delle altre convenzioni internazionali, in quanto applicabili".

[61] Inclusa, ad esempio, l'Olanda. Cfr. l'art. 10:135 del suo Codice Civile. Cfr. M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2° ed, *cit.,* p. 255.

[62] Il 12 marzo 2018, la Commissione UE ha pubblicato una *"Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the law applicable to the third-party effects of assignments of claims, COM/2018/096 final – 2018/044 (COD)"*. Ai sensi di questa proposta, la legge in cui il cedente ha la residenza abituale è la regola principale, ma vi è una eccezione per le cartolarizzazioni. Nelle cartolarizzazioni, le parti possono decidere che la legge applicabile sia quella del credito trasferito. Al momento in cui si scrive, tuttavia, questa proposta non è stata ancora implementata.

i debitori possano effettivamente compensare, anche dopo il trasferimento, ma entro il termine in cui la notifica (*notice*) sia stata fornita della cessione (*assignment*), le pretese che avevano nei confronti del cedente[63].

[63] In altre parole, il debitore può opporre al cessionario le eccezioni personali (*personae coharentes*), quali il pagamento e il diritto di chiedere la risoluzione per inadempimento. In realtà, anche quelle reali possono essere opposte (*rei coharentes*, quali invalidità, prescrizione, eccetera) che egli avrebbe potuto promuovere nei confronti del cedente (G. Trabucchi, *Istituzioni di diritto privato*, 49° ed, *op. cit.,* p. 897)

CAPITOLO V

La cartolarizzazione fra Bruxelles e Roma

Sommario: 5.1. La disciplina italiana sulle cartolarizzazioni. – 5.2. *Segue*: norme italiane e norme europee. – 5.3. Verso una nuova dimensione tecnologica di *securitisation*. – 5.4. Beni pubblici come strumenti di risanamento del bilancio statale. – 5.4.1. Cenni agli strumenti di privatizzazione degli immobili pubblici. – 5.4.2. La dismissione del patrimonio immobiliare statale e la cartolarizzazione. – 5.4.3. La contabilizzazione delle cartolarizzazioni e gli effetti sul bilancio dello Stato. – 5.4.4. I risultati delle cartolarizzazioni degli immobili pubblici: il ruolo della "Cassa". – 5.5. La (falsa) cartolarizzazione pubblica italiana. – 5.6. Il veicolo, la cartolarizzazione e l'impresa acefala e remota.

5.1. La disciplina italiana sulle cartolarizzazioni

La cartolarizzazione in Italia fece il proprio "debutto" normativo nel 1999, con un articolato dalla dottrina del tempo definito, correttamente, stringato, in quanto basato su principi[1]. Da allora, la disciplina italiana

[1] Fra i diversi commenti alla Legge 130, non ancora citati nel presente lavoro, si rimanda a G. DE NOVA, C. LEO, *La "securitisation" in Italia. Commento*, in *Contratti*, 1999, pp. 711 ss.; C. MANTA, *Cartolarizzazione: analisi e ruolo di uno strumento di finanziamento alternativo*, in *Amministrazione e finanza*, 2003, pp. 63 ss.; F. MODULO, C. ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000, pp. 73 ss.; C. PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Fallimento*, 1999, pp. 1173 ss.; G. RUMI, Securitisation *in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, pp. 438 ss. In tema di rapporto fra cartolarizzazione e finanziamento destinato ad uno specifico affare, si rimanda a N. PEPE, *La cartolarizzazione dei crediti futuri mediante finanziamento destinato ad uno specifico affare*, in *Contratto e impresa*, 2001, pp. 1460 ss. Sugli aspetti internazionali, cfr. M. MEGLIANI, *Profili internazionali delle operazioni di* securitisation, in *Diritto del commercio internazionale*, 2000, pp. 133 ss. Per una analisi precedente

delle cartolarizzazioni non è mai stata implementata in misura tale da arrivare ad un "codice" delle cartolarizzazioni. Eppure, diversi sono gli interventi che, nel corso dei quattro lustri, hanno riguardato, direttamente o indirettamente, la *sedes materiae* in oggetto.

Di questi, alcuni, soprattutto nell'area gius-pubblicistica italiana, si sono meramente ispirati al concetto di cartolarizzazione ed alla sua terminologia, ma non sono intervenuti in alcun modo a modificare il testo vigente. Si fa riferimento ai diversi provvedimenti legislativi attraverso cui lo Stato, anche nelle sue diverse articolazioni, ha provveduto alla cessione dei propri beni a così detti veicoli, al fine della alienazione del proprio patrimonio immobiliare[2].

Per quanto riguarda le evoluzioni "privatistiche" della disciplina delle cartolarizzazioni, è il Decreto Legge n. 35 del 14 marzo 2005[3], convertito nella Legge n. 80 del 14 marzo 2005[4], ad aver novellato la Legge 130, con i nuovi articoli 7 e 7-ter. Questi hanno permesso alle banche di emettere obbligazioni garantite da un patrimonio separato (*cover pool*), a creare, dunque, *de iure*, un patrimonio separato, i cui flussi di cassa sono convogliati al soddisfacimento dei sottoscrittori. In una fase successiva, poi, negli anni 2009, gli interventi del legislatore italiano sono andati nel senso di estendere i *"commoda"* della cartolarizzazione, dunque i suoi vantaggi normativi, a favore delle piccole e medie imprese. In tale logica si colloca il Decreto Legge n. 145 del 23 dicembre 2013, che non solo ha previsto incentivi all'emissione di *mini*

---

alla Legge 130, di natura comparata, cfr. A. Frignani, *La "securitisation" come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro italiano*, 1995, cc. 294, e, dopo la Legge 103, A. Plaia, *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*, in *Giurisprudenza di merito*, 2000, pp. 488 sss. Sulla proposta di disegno di legge, sfociato poi nella Legge 130, si rimanda a F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti (AC 5058)*, in *Studi in onore di Pietro De Vecchis*, Roma, 1999, pp. 235-251.

[2] Di ciò si dà conto nel presente Capitolo. Si fa riferimento in particolare all'art. 1 della L. n. 410 del 23 novembre 2001.

[3] "Disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale".

[4] "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 14 marzo 2005, n. 35, recante disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale. Deleghe al Governo per la modifica del codice di procedura civile in materia di processo di cassazione e di arbitrato nonché per la riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali".

bond, ma, al medesimo fine, ha modificato la Legge 130, con l'aggiunta di un nuovo art. 1-*bis*, ora mirato più in generale ad estendere il regime di *favor* della separatezza patrimoniale, un tipico vantaggio della cartolarizzazione come lumeggiato nel presente lavoro, a tutte le emissioni obbligazionarie dell'ente emittente[5]. Ulteriore novella della Legge 130 attribuibile alla Legge n. 145 del 2013, è quella che ha consentito alle imprese di assicurazione di investire in titoli della cartolarizzazione, per coprire le riserve tecniche[6].

Con la Legge 96 del 21 giugno 2017, ai crediti deteriorati, ceduti da banche e intermediari finanziari di cui all'art. 106, T.U.B.[7], è stata attribuita una micro-cornice normativa, sempre nell'ambito della Legge 130, costituita dall'art. 7.1. In questa "legge nella legge", si è previsto, in particolare, che il veicolo che sia divenuto cessionario dei crediti possa concedere finanziamenti "finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto"[8]. Delle diverse disposizioni, dal comma 1 al comma 8 del presente art. 7.1, si segnala il comma 3, ai sensi del quale le società di cartolarizzazione possono acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli, ciò nell'ambito "di piani di riequilibro economico e finanziario concordati con il soggetto cedente o di accordi stipulati ai sensi degli

---

[5] Il testo novellato merita di essere richiamato in quanto estende la Legge 130 "[..] alle operazioni realizzate mediante la sottoscrizione e l'acquisto di obbligazioni e titoli similari, esclusi comunque i titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli".

[6] Ciò è avvenuto, concretamente, con la modifica dell'art. 5 della Legge 130, il quale ora vanta uno specifico comma 2-*bis*. Un tale aspetto è ricordato da M. Vitucci, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit*., p. 529.

[7] Fra i non molti commenti, si rinvia a G. Capaldo, *La novella alla legge 130/1999: nuove figure di separazione patrimoniale*, in *La nuova legge civile commentata*, 2019, pp. 376 ss.; L. Picardi, *Cessione dei crediti e diritto di informazione del debitore ceduto fra disposizioni della banca d'Italia e orientamenti dell'ABF*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2019, pp. 203 ss.

[8] Un tale potere deve essere esercitato nell'ambito dell'art. 1-ter, Legge 130. In particolare, le società di cartolarizzazione possono "concedere finanziamenti nei confronti di soggetti diversi dalla persone fisiche e dalle microimprese, nel rispetto di una serie di condizioni", di cui alle lettere a), b) e c) dell'art. 1-ter. Fra queste: i mutuatari siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'art. 106, T.U.B.; i titoli emessi per finanziare l'erogazione dei finanziamenti siano destinati ad investitori qualificati; la banca o l'intermediario finanziario detenga un "significativo interesse economico nell'operazione".

articoli 124, 160, 182-*bis* e 186-*bis* del Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267, ovvero di analoghi accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione previsti da altre disposizioni di legge".

L'inciso relativo alla Legge Fallimentare (il già citato Regio Decreto n. 267 del 1942) è stato invece sostituito, per effetto della Legge 58 del 28 giugno 2019[9], anche essa una legge di novella della Legge 130, da un puntuale riferimento alla nuova Legge sulla Crisi dell'Impresa, per la data in cui la stessa entri in vigore. In tal modo i riferimenti agli accordi stipulati sono quelli di cui agli "articoli 57, 60, 84 e 240" del Decreto Legislativo n. 14 del 12 gennaio 2019.

La disposizione ha estremo rilievo, in quanto altera quella che è la dinamica economica del veicolo, un mero autopilota, per farlo diventare, relativamente ai crediti deteriorati esso stesso operatore finanziario, se non finanche banca di cartolarizzazione.

In merito poi ai beni immobili e mobili registrati, il comma 4 stabilisce che vi sia la possibilità di costituire una società veicolo, nella forma di società di capitali, la quale abbia come oggetto sociale esclusivo "il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti". La disposizione, come la prima del medesimo art. 7.1 della Legge 130, modificata nel 2017, e modificata ulteriormente nel 2019[10], ha estremo rilievo in quanto rap-

[9] "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, recante misure urgenti di crescita economica e per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi" (GU Serie Generale n.151 del 29-06-2019).

[10] Anche in questo caso, il provvedimento di modifica è la legge del 2019, appena citato. In particolare, per effetto di tale provvedimento legislativo, il comma 4 dell'art. 7.1 viene cambiato, nel senso di far riferimento ad un veicolo di appoggio. Recita, infatti, il nuovo testo:

"Possono essere costituite una o più società veicolo d'appoggio, nella forma di società di capitali, aventi come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, direttamente o attraverso una o più ulteriori società veicolo d'appoggio, autorizzate ad assumere, totalmente o parzialmente, il debito originario, i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti

presenta il vero "cavallo di Troia" nella fortezza, prima considerata inespugnabile, del concetto oggettivo di cessione del credito, quale ambito oggettivo della cartolarizzazione della Legge 130. Va anche detto che l'apertura ai beni immobili e mobili registrati avviene attraverso la creazione di una società, pur sempre veicolo, come quella di cui alla legge sulla cartolarizzazione, ma con oggetto sociale esclusivo, caratterizzato unicamente dal compito di acquisire beni immobili e mobili registrati, ma non crediti. Si tratta di un regime parallelo, dunque, piuttosto che di regime convergente, anche se poi il *modus operandi* sembra simile a quello del veicolo di cartolarizzazione dei beni pubblici.

La Legge 58 del 2019, già appena citata ad altri fini (la creazione del veicolo di cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili registrati) ha anche finalità di coordinamento fra Legge 130 e Legge sulla Crisi dell'Impresa. Quest'ultima, con entrata in vigore al momento procrastinata, comporta anche un adeguamento dei riferimenti che, in precedenza, la Legge 130 faceva alla Legge Fallimentare. Dunque, ai sensi dell'art. 7-bis, comma 4, ai finanziamenti concessi ai sensi del comma 1 e alle relative garanzie, non si applica l'art. 166, comma 4, della Legge sulla Crisi dell'Impresa, prima corrispondente all'art. 67, coma 4, della Legge Fallimentare.

Da ultimo, la Legge 160 del 2019 (legge di bilancio) ed Il Decreto Legge 30 dicembre 2019, n. 162, convertito dalla Legge n. 8 del 28 febbraio 2020, hanno introdotto un elemento di *corporate social responsibility* delle operazioni di cartolarizzazione di cui alla Legge 130 del 1999, allorquando, su istanza del debitore ceduto, vi sia la previsione della concessione in locazione al debitore, da parte della società veicolo di appoggio, dell'immobile costituito a garanzia del credito trasferito[11].

Lo strumento delle cartolarizzazioni è stato utilizzato e previsto dal legislatore italiano anche con riferimento all'alienazione di beni pubblici per trarne benefici sul bilancio erariale[12]. Si può dunque ritenere che, in Italia, la cartolarizzazione, istituto prettamente privatistico, costituisce il punto di convergenza di spinte degli operatori privati, ma anche di dinamiche pubblicistiche, definite ed ispirate direttamente dalla Stato italiano e dai suoi bracci operativi più importanti.

---

da tali contratti". L'oggetto esclusivo di tale veicolo di appoggio viene confermato dal nuovo art. 7.2, introdotto da tale Legge 58 del 2019.

[11] In tal caso, si applicherà anche la norma, di natura fiscale, di cui al comma 8-bis, dell'art. 7.1, della Legge 130, novellata dalla appena citata Legge 160 del 2019..

[12] Come si vedrà in questo capitolo, *infra*.

5.2. Segue: *norme italiane e norme europee*

Da un punto di vista di rapporto fra norme domestiche ed unionali, la nuova cartolarizzazione di stampo UE fa sorgere quesiti in merito al *modus operandi* del legislatore nazionale, sul tema della *regulation*. L'avvenuta creazione di un quadro normativo UE nella materia della cartolarizzazione, con anche una originale definizione di cosa si debba intendere per cartolarizzazione, in via retrospettiva, rende necessaria una meditazione di cosa sia stata l'esperienza del fenomeno giuridico dal 1999, allorquando la prima legge sulla cartolarizzazione fu scritta ed implementata[13].

In primo luogo, il modello di cartolarizzazione "promosso" dalla Legge 130, mette a nudo un possibile fraintendimento, in cui è incorso il legislatore italiano, reso più patologico nelle esperienze più recenti: il fraintendimento è quello di non adeguatamente indagare nella loro reale portata i modelli che provengono dall'esterno. La normativizzazione in ambito italiano della cartolarizzazione, a ben vedere, non costituisce un recepimento in Italia della normativa straniera, in particolare quella anglo-americana. Nel Regno Unito, e soprattutto nella sua principale giurisdizione, quella anglo-gallese, non vi è alcuna legge (o *statute*) che abbia mai regolato il fenomeno della cartolarizzazione, essendo la *securitisation* fenomeno meramente economico e di prassi degli affari, il quale non trova alcun ostacolo nel *private law* (ovvero nei principi del diritto dei contratti).

D'altro canto, il *common law* costituisce ordinamento *"supportive of contracts"*[14]: non essendovi una previsione di tipologie legali, gli unici limiti alla stipula di ogni qualsivoglia contratto è costituito dai vincoli di

---

[13] Si è già ricordato che la dottrina italiana in tema di cartolarizzazioni è fondamentalmente silente, dal 2010 in poi, salve le cartolarizzazioni pubbliche. Fra coloro che, in chiave sistematica e trattatistica, hanno approfondito il tema delle cartolarizzazioni pubbliche italiane, oltre agli Autori citati nel proseguo del presente capitolo, si ricorda: N. Pepe, F. Occhipinti, L. Vignozzi, *Profili giuridici delle cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili registrati*, *cit.,* pp. 1-6, online; V. Solimeno, *L'acquisto di immobili nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Rivista diritto bancario*, 2019, pp. 1-9, online; D. Sorace, *Cartolarizzazione e regime dei beni pubblici*, in *Aedon. Rivista di arti e diritto on line*, 2003, online; A. Brancasi, *La cartolarizzazione dei beni pubblici di fronte all'ordinamento comunitario*, in *Aedon. Rivista di arti e diritto on line*, 2003, online; D. Sorace, *Cartolarizzazione e regime dei beni pubblici*, in *Aedon. Rivista di arti e diritto on line*, 2003, online.

[14] J. A.K. Huntley, *Contract Law. Scottish Law*, Edinburgh, 2015, *passim*.

ordine pubblico. In tal contesto, la figura dell'*assignment* dunque della cessione, dei *receivable* (dei crediti), cui fa da corollario nella prassi la stipula del vero e proprio *sale and purchase agrement*, costituisce un "universo" contrattuale più che soddisfacente, sul quale il Parlamento di Westminster si guarda bene dall'intervenire. Di qui l'assunto che la normativa "anglo-sassone" disciplini le cartolarizzazioni potrebbe essere affermazione da verificarsi meglio. Piuttosto, la normativa di Oltremanica, appunto quella di ordine pubblico (*public policy rules*), non considera la cartolarizzazione quale modello contrattuale in contrasto con i suoi principi.

Discende da ciò, e la cartolarizzazione costituisce una cartina di tornasole che mira a cogliere il fenomeno, una considerazione più generale circa l'attitudine del legislatore italiano ai fenomeni bancari e finanziari: questi ultimi, i quali provengono dalla prassi di Oltre Alpe, dunque privatistici per definizione, vengono recepiti in ambito propriamente normativo, attraverso una metamorfosi che non può spiegarsi, meramente, alla luce del fatto che l'istituto matura nell'ordinamento di *common law* e viene poi trapiantato in quelli di *civil law*: trapianto di organi che solitamente emerge da ogni comparazione fra sistemi giuridici e che, per contro, in questa sede di cartolarizzazione assume dinamiche molto più complesse.

Se il "recepimento" sia pedissequo, in quanto dovuto anche ad una revoca del mandato di "difensore d'ufficio" dei principi dell'ordinamento, perennemente "innamorato" di uno o più modelli esotici, ovvero dovuto ad una volontà del legislatore di "controllare", attraverso le proprie strette maglie tutto e comunque, non è dato di sapere, quanto meno con riferimento al fenomeno della cartolarizzazione disciplinata in ambito italiano nel 1999, più di quattro lustri addietro.

Sembra che il legislatore intervenga a regolamentare il fenomeno, quasi ad assicurare che l'operatore ne sia assicurato e, dunque, invogliato: circostanza poco verosimile, in quanto è solitamente la società che precede la legge, mai questa che faccia da valido apripista alla prima.

In tale scenario il Regolamento Cartolarizzazioni, anche per via della gerarchia esistente con le norme nazionali, potrebbe conformare una serie di assunti, di vario tipo, non strettamente collegati alla *Regulation*.

In primo luogo, la legge domestica sulle cartolarizzazioni (Legge 130) non risulta, tecnicamente parlando, normativa superata, considerando che, sebbene il Regolamento Cartolarizzazioni abbia portata diretta nell'ordinamento di ciascuno Stato Membro, le finalità della normativa sono regolamentari, seppur indubbiamente significative.

Il Regolamento Cartolarizzazioni ha finalità prudenziali, dunque, di natura amministrativa; in altre parole è utile a definire un regime di iscrizione presso albi, ma con l'occasione, per la medesima *sedes materiae*, definisce concetti giuridici, sulla base di principi operativi, che riqualificano l'intera materia, quali quello di titoli cartolarizzati, per cominciare.

Laddove il Regolamento Cartolarizzazioni interferisca con la disciplina dei Paesi membri, in quanto va a dettare norme di impatto privatistico e concorsuale, ciò avviene, come lumeggiato nel presente lavoro, con il meccanismo sapiente della disapplicazione. Ciò dunque esenta il legislatore domestico dallo stravolgere l'impianto interno.

Di tal via la portata del regolamento non è straordinaria, in quanto non incide direttamente sull'impianto giuridico italiano, e degli Stati Membri[15]. Ciò nondimeno, la nuova normativa, pur dettata per la definizione regolamentare di cartolarizzazione STS, esalta con forza il concetto di connessione fra attivi e garanzia dei sottoscrittori (*asset-backed*) e, subito dopo, la segmentazione delle responsabilità del veicolo rispetto ai sottoscrittori dei titoli, il così detto *tranching*, con individuazione di almeno due classi[16].

Illustre dottrina, venti anni fa, ebbe ad esaminare la disciplina della Legge 130. La disamina giuridica della cartolarizzazione si incentrava, e si incentra ancora in ambito italiano, sulla fattispecie della cessione del credito. La cessione, il trasferimento, ed il credito, costituiscono l'endiadi su cui si basa una tradizione pluricentenaria, prima di tutto italiana (e di *civil law* più in generale), ma anche di *common law*.

Eppure, per effetto di questa nuova normativa dell'UE, che sembra recepire il modello operativo della cartolarizzazione meglio del – troppo "tecnico-legale" – legislatore italiano, l'istituto privatistico della cessione perde la sua centralità e regredisce, insieme al suo oggetto (il credito), a ruolo di comprimario, meramente strumentale all'emissione dei veicoli. La cartolarizzazione, a bene vedere, parte dalla cessione,

[15] Nel senso che i principi e norme di cui al codice civile e alle leggi speciali, *in primis* la Legge 130, non vengono "abrogati", anche grazie al meccanismo di disapplicazione congegnato in specifiche aree del Regolamento Cartolarizzazioni, fra cui in particolare la disciplina della revocatoria fallimentare.

[16] L'assenza di *tranching* farebbe venir meno le caratteristiche di cartolarizzazione, quanto meno da un punto di vista di legislazione unionale. Per contro, dalla definizione italiana di cartolarizzazione di cui alla Legge 130, il *tranching* non sembra costituire l'elemento essenziale della qualifica dell'operazione.

ma ridonda in qualcosa di diverso: il trasferimento del rischio in via definitiva al veicolo e, ancora più importante, la segmentazione delle classi dei titoli (collegati agli attivi trasferiti), in almeno due categorie, sicché dall'unico credito, che per definizione ha un unico rischio, quello di controparte, si creano diverse controparti, indirette, con diversi classi di rischio e diversi interessi da percepirsi.

Il nuovo fenomeno della "segmentazione del credito e dei titoli collegati a mezzo del veicolo" fa sorgere anche riflessioni di tipo definitorio.

Si può ritenere, in adesione alla dottrina[17], che la causa del negozio di cartolarizzazione sia tipica, in quando chiaramente definita nello

[17] Ad onta del tempo passato, la definizione del Professor Ferro-Luzzi della causa di cartolarizzazione quale essenza del negozio giuridico di cui alla Legge 130 sembra resistere al tempo. Invero, di recente, la dottrina italiana (L. Carota, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Le operazioni di finanziamento bancario, societario, sull'estero, al consumatore, strutturato, a mezzo garanzia, pubblico*, opera ideata da F. Galgano, proseguita e curata da E. Panzarini, A.A. Dolmetta, S. Patriarca, Bologna, 2016, pp. 891-965) richiama la tesi secondo cui la cartolarizzazione si caratterizza per una costruzione dualistica, basata sul concetto di cessione dei crediti e successiva emissione dei titoli. Tale costruzione, a detta dell'Autore, sarebbe compatibile con il concetto di smobilizzo dei crediti dall'attivo del cedente, anche se troverebbe un ostacolo nel fatto che il cessionario sarebbe meramente formale intestatario dei crediti, senza possibilità di disporne (*ibidem*, p. 933).

A contrapporsi a tale ricostruzione vi sarebbe una teoria monistica, in forza della quale, "i titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, resi tipici dalla previsione normativa, incorporano nel loro insieme la titolarità di un complesso di crediti e che ciascuno di esse rappresenta la qualità di contitolare indiretto *pro quota* di quello stesso complesso" (*ibidem*, p. 939), anche se in realtà gli investitori, ai sensi dalle Legge 130, sono solo titolari di un diritto di credito, senza avere la possibilità di conseguirne direttamente la titolarità, a differenza di quanto avviene in tema di mandato (*ibidem*, p. 940).

Non viene ritenuta congrua, da tale dottrina italiana, nemmeno la teorica figura dell'associazione in partecipazione, la quale si fonda sulla nozione di cui all'art. 2549, c.c., in quanto l'attività svolta dalla società per la cartolarizzazione dei crediti "non consiste [..] nell'acquistare crediti per sé, ma nel rendersene cessionaria nell'esclusivo interesse dei portatori dei titoli, ai quali, conseguentemente, sono attribuiti gli utili e le perdite dell'operazione; mentre l'utilità della società consiste esclusivamente nel previsto compenso per il servizio prestato e, cioè, per aver provveduto all'acquisto e per aver atteso alla gestione dei crediti per conto degli investitori, ma in nome proprio" (*ibidem*, p. 954).

schema della Legge 130: una causa di cessione del credito per fini di cartolarizzazione, dunque al fine della emissione di titoli da collocare sul mercato[18]. La causa della cartolarizzazione, inferibile dalla Legge 130, è da ritenersi "tipica", nell'ambito della legge italiana, seppur di parte speciale, e comunque non impedisce la connotazione quale vendita, particolarmente la vendita *pro soluto*[19]. Nella cartolarizzazione, a differenza del *factoring*, il carattere *pro soluto* è necessario elemento del negozio (giacché diversamente la *true sale* - la vendita vera, genuina e certa - non verrebbe a verificarsi)[20], ed è strumentale a realizzare l'ulteriore stadio del negozio di cartolarizzazione, quello della emissione dei titoli sul mercato.

La *true sale*, e dunque l'esigenza che la vendita sia vera, senza possibilità di ri-trasferimento del portafoglio in capo al cedente, rappresenta dunque il momento di passaggio e di stacco, dalla componente "privatistica" dell'operazione (che usa il contratto di cessione del credito, senza però essere sussunto nello stesso, e che è funzionale al trasferimento in via definitiva degli attivi), a quello "regolamentare", quello di emissione del titoli sul mercato, la cui "copertura" economica e contrattuale discende comunque dall'introito dei crediti ceduti all'emittente (e di cui

---

[18] C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.,* p. 114.

[19] Sulle classificazioni contrattuali, cfr. E. Gabrielli, *Il contratto e le sue classificazioni*, in AA.VV. *Studi in onore di Pietro Rescigno, III. Diritto privato, 2, Obbligazioni e contratti*, Milano, 1998, pp. 357-384. Sulla qualificazione giuridica della cartolarizzazione, cfr. anche O.T. Scozzafava, *La cartolarizzazione dei crediti: la fattispecie*, in *Contratto e impresa*, 2005, pp. 1039 ss.

[20] Si richiama l'opinione della iniziale dottrina italiana la quale evidenzia che nella cartolarizzazione non vi sia in alcun modo una causa di finanziamento: infatti, nella cartolarizzazione, "[..] lo scambio tra i crediti ed il corrispettivo è del tutto indipendente dalla riscossione del credito" (C. Severi, *op. ult. cit.,* p. 115). Va però anche detto che il negozio complesso della cartolarizzazione realizza finalità più ampie, messe in luce in questo lavoro, soprattutto al Capitolo 1. Al di là degli obiettivi, non si può non ricordare soprattutto l'interesse della banca, quale *originator,* all'operazione in parola. Cfr. M. Mazzuca, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, *op. cit.,* pp. 19-20. Fra questi si segnalano: *funding* e aumento della liquidità; ristrutturazione dell'attivo; risparmio di capitale regolamentare; miglioramento di alcuni indici di bilancio; redditività del capitale (*ibidem*). Quanto agli investitori, vi è senz'altro l'interesse "alla possibilità di accedere a una gamma più vasta di attività verso cui orientare le risorse disponibili" (*ibidem*)

alla prima fase negoziale). Questo secondo stadio, del tutto assente nel *factoring*[21], caratterizza l'operazione di cartolarizzazione, e ne forgia il *genus*[22], ma anche la disciplina, la quale è quella sua propria del testo di legge speciale, salvo i richiami, in via residuale, al codice.

In questo quadro, il Regolamento Cartolarizzazioni, pur non avendo finalità privatistiche di definizione di un *genus*, quanto piuttosto, come già lumeggiato in varia parte di presente lavoro, funzioni di natura regolamentare, di definizione di una categoria speciale di titoli cartolarizzati, i quali soddisfino talune caratteristiche ai fini di vigilanza prudenziale, ed anche di tutela dell'investitore, finisce per fornire, seppur incidentalmente, una definizione di cartolarizzazione. Quest'ultima enfatizza il concetto di flussi e pretese (piuttosto che semplicemente di crediti), quale oggetto del trasferimento, e quello di emissione dei titoli da parte del veicolo cessionario, e nella misura in cui gli stessi siano segmentati, dunque suddivisi in *tranche*. Dunque, i presagi infausti che due decenni orsono erano stati invocati dagli studiosi, quello di una cartolarizzazio-

---

[21] La natura complessa, e non "semplice", ma certamente non "strutturata" (quale invece è la cartolarizzazione), va affermata in relazione al *factoring*. Viene in proposito sottolineato che strutturalmente lo stesso può essere scomposto in due momenti o piani (P. Perlingieri, *La cessione dei crediti*, *cit.,* p. 57): "da un lato l'accordo contrattuale, fonte del rapporto cioè del regolamento negoziale, dall'altro gli strumenti singoli previsti dalla sua attuazione". Tenuto conto di ciò, si può ritenere che, ad usare le parole della dottrina (P. Perlingieri, *La cessione dei crediti*, *cit.,* p. 57) a prevalere sia la funzione della cessione, in quanto in essa "l'utilizzazione della cessione assume sia una funzione strumentale ed attuativa di un regolamento giuridicamente atipico, vario e complesso, tendente a realizzare scopi prevalentemente di finanziamento e di garanzia, sia un ruolo se non sostitutivo, preminente, a causa della mancanza di migliori referenti normativi" (*ibidem*).

[22] Un tale argomento, molto convincente, è ascrivibile ad autorevole dottrina italiana (P. Ferro-Luzzi, *La legge 130: profili generali*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, *op. cit.,* p. 87). I principali passaggi sono da richiamarsi:

"[..] nell'affrontare il tema delle *"cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari"* in sede di cartolarizzazione, a me sembra che non si debba, al solito aprioristicamente, far capo alla disciplina civilistica, ma invece domandarsi se per avventura non si sia di fronte ad una cessione con causa tipica, appunto causa di cartolarizzazione, cessione dunque che, come la cessione per "causa" di sconto, non è automaticamente soggetta alla disciplina civilistica, ma innanzi tutto a quella propria del particolare fenomeno, disciplina da ricostruirsi, dunque, senza acritico, aprioristico richiamo al sistema privatistico tradizionale" (*ibidem*, p. 87).

ne di *wishful thinking*, sembra incredibilmente materializzarsi nella più recente vicenda legislativa.

La definizione di cartolarizzazione unionale può da un lato confermare, per quanto anche adombrato dalla dottrina italiana, che si vada accentuando una autonomia del negozio di cartolarizzazione[23], dall'altro spingere in futuro ad una novella della Legge 130, la quale allinei (*rectius* moduli meglio) la definizione di cartolarizzazione al modello del Regolamento Cartolarizzazioni[24]. Di tal via, l'elemento privatistico della "cessione" dovrebbe divenire recessivo, mentre dovrebbe trovare miglior riconoscimento, a qualificare lo stadio iniziale dell'operazione, l'elemento del trasferimento del rischio, in qualunque modo esso avvenga. La cessione privatistica, in altre parole, dovrebbe essere solo uno degli strumenti[25], ma non il solo, ed in essa, nella compravendita, non può, né deve, sussumersi l'intero negozio, in quanto questo viene definito *ad hoc* dal legislatore. L'interprete incontra, nella sua istinti-

[23] L'autonomia del negozio va accentuandosi anche rispetto al troppo dissimile modello del factoring. Nei primi commenti alla Legge 130, seppur in modo verosimilmente non voluto, si evidenziava (D. Galletti, G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. ult. cit.,* p. 17-18) una contiguità, o comunque una linea evolutiva, fra cartolarizzazione e factoring. Si precisava: "Nella sua variante più diffusa, la *securitisation* si struttura in due fasi: da un lato la cessione, dall'impresa finanziata (c.d. *originator*) ad un altro soggetto, di un portafoglio crediti o di altre attività in grado di generare flussi di cassa pluriennali; d'altro lato, l'emissione nei confronti del pubblico, da parte del cessionario o di un'altra società, di titoli rappresentativi dei diritti destinati ad essere soddisfatti grazie al rendimento degli attivi ceduti". In quella definizione, il concetto di *tranching*, che ora sembra necessario, quanto meno nella visione di Bruxelles, a definire una cartolarizzazione, mancava del tutto. Emergeva, quale elemento necessario, la cessione del credito, laddove ora il trasferimento del rischio sembra prevalere, indipendentemente dallo strumento negoziale che venga usato.

[24] È corretto dire che, a voler guardare il fenomeno della cartolarizzazione, vi è un *incipit* di un fenomeno di europeizzazione del diritto, anche se forse ad uno stadio meno avanzato di altri settori. Quello che la dottrina attenta (G. Alpa, *Diritto civile italiano. Due secoli di storia*, Bologna, 2018, p. 601) chiama "*ius commune europeum"*. Un tale sistema supera "i confini politici, le barriere culturali, i modelli giuridici nazionali, in nome del primato dell'economia di mercato: un mercato "globalizzato", quanto meno in ambito europeo" (*ibidem*). Non si tratta di una *lex mercatoria*, come appunto ricordato, piuttosto di una fusione fra diritto civile e commerciale, "perché entrambi i settori tendono a unificarsi nel diritto comunitario" (*ibidem*).

[25] La cartolarizzazione con cessione.

va inclinazione a volare nell'empireo delle definizioni codicistiche, un chiaro paletto nella Legge 130, la quale, per sistematicità e specialità, rappresenta il microcosmo completo (o quasi) della *securitisation* italiana.

Ovviamente, una definizione dell'elemento del *tranching* sembra anche necessaria al fine di definire l'ulteriore carattere del negozio di cartolarizzazione, quello di natura *"regulatory"*; l'accesso al mercato dei capitali. Per contro, attualmente, nella disciplina italiana non sembra essere totalmente esplicitato l'elemento del *tranching*, quanto meno da un punto di vista giuridico, sebbene a livello economico e finanziario si possono nutrire ben pochi dubbi circa il fatto che senza segmentazione non vi sia nemmeno cartolarizzazione, da un punto di vista ontologico, e verosimilmente si degrada ad un *factoring*.

L'evoluzione cui sembra andare incontro la cartolarizzazione, dal punto di vista definitorio, sulla spinta del legislatore unionale, dovrebbe anche portare a rinverdire ed aggiornare il dibattito sulla cessione dei crediti futuri, e dunque il confine fra validità ed invalidità degli atti di trasferimento del rischio.

Il tema della cessione dei crediti futuri, in un contesto in cui è il trasferimento dei flussi a svolgere un ruolo centrale nella prima fase del negozio di cartolarizzazione, potrebbe infatti essere superato, non perché il precedente dibattito fosse sterile: tutt'altro. Non vi è dubbio che, allorquando si parla di cessione di crediti, anche futuri, appare necessario chiedersi se flussi e incassi rientrino nel criterio della futurità[26]. L'impossibilità di ricondurre i flussi, in modo chiaro, alla nozione di credito ha costituito senz'altro, e per molto tempo, un ostacolo serio alla loro cedibilità, laddove i contratti di durata, già conclusi ed in corso di esecuzione, sono stati considerati ammissibili.

[26] La nozione di "futurità" riecheggia in P. Perlingieri, *I negozi su beni futuri. I. La compravendita di cosa futura*, Napoli, 1962, p. 18; R. Scognamiglio, *Commentario al Codice civile. Contratti in generale (artt. 1321-1352 del Cod. Civ.)*, Bologna, 1970, p. 366. Più di recente viene rimarcata (P. Perlingieri, *La cessione dei crediti*, *cit.,* pp. 12-13) ancora la cedibilità di situazioni future, trattandosi di situazione soggettiva in senso lato creditoria, "la quale è normalmente esistente al momento della cessione quanto eventuale e futura purché naturalmente determinabile". La stessa giurisprudenza ammette "la configurabilità di un credito futuro ove questo sia determinabile con riferimento ad uno specifico rapporto benché non ancora esistente" (P. Perlingieri, *Cessione dei crediti*, *cit.,* p. 13).

In tal senso sono state chiare le considerazioni di chi[27] ha ritenuto che "i criteri di determinazione dei crediti futuri nella cartolarizzazione devono ritenersi più stringenti [rispetto a quelli della cessione ordinaria] e potranno ritenersi determinabili quei crediti futuri i cui criteri di individuazione permettano di accertare l'entità del rischio di [controparte]". Ciò discende dal fatto che fondamentalmente nella cartolarizzazione "la cessione del credito è lo strumento (non esclusivo, ma di frequente più utilizzato) per trasferire agli investitori un rischio specifico, quello dell'insolvenza dei debitori ceduti, il cosiddetto rischio di [controparte]" (*ibidem*). Nella cartolarizzazione, dunque, "le qualità personali dei debitori ceduti e la natura della fonte del credito" assumono un carattere essenziale" (*ibidem*).

Nel caso della cartolarizzazione, la "futurità", soprattutto allorquando il legislatore italiano si allineerà a quello unionale, quanto meno in tema di definizione del relativo negozio, diverrà un carattere regressivo non già nella prassi applicativa ma anche e soprattutto per effetto del superiore quadro unionale. La dinamica europea sembra andare nel senso che l'oggetto della cartolarizzazione trasmuti dalla certezza codicistica del credito alla suggestiva, eppur vaga da un punto di vista legale, attività, l'*asset*. Un passaggio a nord-ovest, dunque, angusto e costellato da insidie, dalla certezza del diritto alla certezza dei numeri contabili: universo contabile che comunque richiede la verifica delle garanzie fondamentali di certezza del diritto.

Seppur prodromico a tale tendenza espansiva sia stata l'esperienza inglese del *common law*, ed il suo concetto di *claim* (pretesa) e non semplicemente *receivable* (credito)[28], il fenomeno potrebbe assumere una portata ancor più significativa con i testi unionali, ed il *favor* verso la cartolarizzazione cui viene dato impulso dai mercati.

Cartolarizzazione è il termine della lingua di Dante con cui si designa la dinamica complessa di cui al presente lavoro. Il termine, forse già desueto alla sua nascita, in quanto in contrasto con il regime di dematerializzazione che già alla fine degli anni '90 ha avuto un suo riconoscimento legislativo, proprio in Italia, sembra essere ancor più inadeguato, ove si volesse osservare la evoluzione della *securitisation* negli ultimi anni, per come ora codificata nel Regolamento Cartolarizzazioni. La centralità della cartolarizzazione non è la *cartula*, il *papel*, il *paper*, che viene emesso dal veicolo, ed in cui si è compiuta la meta-

[27] C. Severi, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.,* p. 125.

[28] Già discussi in altra parte del presente lavoro.

morfosi del credito, per effetto della cessione[29]. La centralità è, appunto, il trasferimento definitivo del rischio di credito, e la segmentazione dei titoli - protetti dal credito - in diverse classi di rischio: quelle che, in definitiva, consentono il collocamento sul mercato a tassi diversi, circostanza che, ove il credito non avesse avuto una tale metamorfosi, non si sarebbe verificata. D'altro canto, la stessa definizione in inglese del fenomeno in parola non sembra nemmeno suggerire che la terminologia giuridica lo comprenda appieno.

La *security*, la garanzia, da cui *securitisation*, descrive solo una parte del fenomeno, quella iniziale, in cui l'*originator*, per effetto della *true sale*, viene protetto dal rischio di insolvenza dei crediti ceduti. La parte rimanente e preponderante è costituita dalla emissione dei titoli e la frammentazione del rischio dell'investitore per classi (almeno due), rispetto all'attivo ceduto.

La *credit segmentation*, se il neologismo è consentito, sembra dunque essere il termine che meglio descrive la cartolarizzazione. È la creazione di classi di titoli a connotare la specificità della cartolarizzazione, non la cessione, che di per sé definisce una operazione di finanziamento, non di investimento.

Il credito - si è adombrato frequentemente in queste ultime note - rappresenta una delle figure maggiormente "manipolate" dal Regolamento Cartolarizzazioni. Il credito che, proprio in ambito bancario, con la *BRRD*, si è voluto assoggettare a stress abnorme, attraverso il suo "taglio" discrezionale da parte della P.A. (*ergo*, dell'autorità di risoluzione),

---

[29] Opinione dissenziente potrebbe essere quella di altra dottrina (per tutti, M. Zaccheo, *Cartolarizzazione*, *op. cit.,* online). L'A. afferma:

"La separazione dei rapporti, cartolare e sostantivo, rende il primo autonomo rispetto al secondo in virtù dell'astrattezza del titolo e dell'incorporazione del diritto nel documento. Il neologismo *cartolarizzazione* ipostatizza proprio questo profilo decisivo, ossia la trasformazione di un'entità immateriale in un bene materiale suscettibile di possesso e di custodia. In tale prospettiva il documento, attributivo di un diritto (a una prestazione o all'attribuzione di una situazione giuridica complessa) è designato strumento finanziario dall'art. 2, [comma 1], nella [Legge 30 aprile 1999, n. 130] (*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*), e a esso trovano applicazione le norme del [Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58], recanti il *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli* 8 *e* 21 *della legge* 6 *febbraio* 1996*, n.*52 (TUF). La richiamata l. 130/99, che ha coniato il neologismo e reso tipico il fenomeno della *securitisation*, [..]"

come enfatizzato nella letteratura in inglese[30], ed anche italiana[31], così

[30] Sulle tematiche del *bail-in* (ricapitalizzazione bancaria interna) e *resolution tool* (strumenti di risoluzione), la letteratura inglese è vastissima. Cfr. *ex plurimis*: M. Bodellini, *To Bail-In, or to Bail-Out, That is the Question*, in *European Business Organization Law Review,* 2018, pp. 365-392; A. Miglionico, *Rescuing Failing Banks for Financial Stability: the Unintended Outcomes of Bail-in Rules*, in *International Company and Commercial Law Review*, 2018, pp. 314-320; R. Lener, E. Rulli, *Liabilities Excluded from Bail-in: Implications under Italian and EU law*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2017, pp. 428-438; R. Lener, *The Bail-in of Banks under Italian Law amid Insolvency Procedures and Rules of Conduct,* in *Journal of International Banking Law and Regulation,* 2016, p. 464; E. Martino, *Subordinated Debt Under Bail-in Threat*, in *University of Bologna Law Review*, 2017, pp. 252-299.

[31] Cfr. F. Vella, A.V. Guccione, *I meccanismi europei di vigilanza e di risoluzione delle crisi bancarie*, in *«Diritto ed economia del mercato»*, 2° ed, a cura di G. Lemme, Milano, 2018, pp. 271-290; D. Vattermoli, *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni (Atti di convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, pp. 659-672; G. Santoni, *La risoluzione bancaria. L'apertura* (Atti di Convegno), in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, pp. 673-685; M. Perrino, *La risoluzione bancaria. Gli organi (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, pp. 685-709; B. Inzitari, *La risoluzione bancaria. Dissesto, insolvenza e misure di risoluzione (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, pp. 710-722; *S. Amorosino*, *La risoluzione bancaria. Le tutele (Atti di convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, pp. 722-733; G. Guizzi, *La risoluzione bancaria. I rapporti con gli altri procedimenti o strumenti di soluzione delle crisi bancarie (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario»*, 2018, pp. 734-745; A. Nigro, *La risoluzione bancaria. Considerazioni conclusive (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, pp. 744-752; V. Calandra-Bonaura, *La disciplina del risanamento e della risoluzione delle banche. Aspetti critici*, in *Rivista ODC*, 2017, n. 2, pp. 1-18; F. Capriglione, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017, I, pp. 102-173; P. Rossi, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, in *Amministrazione in cammino*, 2017, pp. 1-41; P. Rossi, *L'educazione finanziaria ai tempi del* bail in, in *Democrazia e sicurezza - Democracy and security Review*, 2017, n. 4, VII, pp. 139-178; D. Rossano, *Nuova disciplina per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2015, Supplemento 3. Fra gli autori italiani che mostrano, con argomentazioni ampie, entusiasmo verso

ampia che una *reductio ad unum* dottrinale sembra necessaria[32], trova ora nella presente disciplina un nuovo scoglio da superare, un nuovo attacco esistenziale. Il credito della banca non viene decurtato, è bene chiarire, a differenza di quanto accada per il martoriato creditore della banca, nel caso di crisi dell'impresa bancaria di cui alla disciplina *BRRD*[33]. Tuttavia, tale credito viene rimodellato nel suo profilo di rischio di controparte, andando a coprire, con un patrimonio separato diverso dal suo originario titolare, titoli di diverso grado di rischio, e quindi con diverso merito di credito. La segmentazione delle diverse classi di debito, cui corrisponde un unico credito (credito che rimane nominalmente e giuridicamente intatto) che ne costituisce la "garanzia", l'*asset-backed*, di per sé non pone problemi di stabilità dell'intermediario, almeno teoricamente, in quanto la vendita dei portafogli, di per sé *true sale*, non potrà mai riverberarsi negativamente nei confronti dell'intermediario. Il prezzo pagato per i crediti rimane tale, ed il cedente non dovrebbe esser mai costretto a restituirlo. D'altro canto, dal punto di vista strettamente privatistico (ed italiano), la cessione del credito al veicolo cessionario, essendo modifica dal lato attivo del rapporto obbligatorio, non pone uno specifico ostacolo.

---

la ricapitalizzazione bancaria interna e la sua "legalità", si fa riferimento per tutti a D. Rossano, L. Di Brina, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Milano 2019, pp. 461-498. Dello stesso autore si ricorda: D. Rossano, *Tutela del risparmio e regolazione delle crisi bancarie*, in *Diritto pubblico europeo. Rassegna online,* aprile 2018, pp. 1-12. D. Rossano, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Milano, 2017; D. Rossano, *L'applicabilità della nuova disciplina sulle crisi bancarie alle banche di credito cooperativo*, in *Contratto e impresa,* 1, 2017, pp. 133-142; D. Rossano, *Il salvataggio della BPEL e l'accertamento dello steso di insolvenza alla luce della nuova normativa in materia di crisi bancarie*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2016, pp. 70-93; D. Rossano, *Di tutta l'erba un fascio, il caso CARIFE e delle altre tre banche*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017, pp. 1-22; D. Rossano, *Nuova disciplina per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, in *Federalismi. it*, 13 gennaio 2016, pp. 1-13.

[32] Per tutti, S. Bonfatti, *La disciplina della situazione di crisi degli intermediari finanziari*, in *Quaderni. Diritto bancario*, 2020.

[33] Sul rapporto fra crisi e contratti bancari, cfr. per tutti S. Bonfatti, *Crisi della banca e contratti bancari*, in *L'attività delle banche*, a cura di A. Urbani, Milano, 2020, pp. 627-660.

È ovvio tuttavia che un uso sistematico del trasferimento del rischio del credito ad un veicolo, e poi al mercato, lascia irrisolti temi quali, in primo luogo, la stessa natura bancaria dell'ente cedente, ove la cessione fosse effettuata in modo sistematico: natura che avrebbe ben poco di bancario, ove un uso sistematico di veicoli da parte dello stesso soggetto facesse sorgere ragionevolmente il dubbio che l'ente bancario non allochi in modo responsabile le sue risorse, ma conta esclusivamente sul mercato dei capitali, in cui vengono collocati i titoli, a mezzo di cessioni sistematiche dei crediti. È ovvio che un tale dubbio non si insinuerebbe ove la cessione di portafogli da parte del cedente fosse limitata ad una percentuale dell'attivo: limite che pare non sussista nel Regolamento Cartolarizzazioni. D'altro canto, si può ritenere che, in assenza di un espresso divieto, ben difficilmente l'Autorità di Vigilanza consentirebbe ad un ente creditizio di cartolarizzare sistematicamente il portafoglio in tal portata (abnorme, si aggiunga), in quanto un uso sistematico dello stesso, seppur consentito in astratto in quanto non vietato dal Regolamento Cartolarizzazioni, metterebbe senz'altro a repentaglio la stabilità patrimoniale dell'ente, creando di tal via un ponte - illusorio ma precario (ed incestuoso) - fra mercato del credito e mercato dei capitali.

5.3. Verso una nuova dimensione tecnologica di securitisation

In definitiva, le operazioni di cartolarizzazione, *rectius* di segmentazione del credito (la *financial credit segmentation*), risultano ridefinite in ambito unionale in modo tale che la prassi degli affari ne influenzi non solo la dinamica, ma vieppiù i contorni definitori. Il giurista arretra, in quanto delle diverse definizioni viene recepita quella tecnico-operativa (la segmentazione del credito finanziario), laddove quella giuridica (la cessione dei crediti a scopo di investimento, mercé l'emissione di titoli) sembra obnubilata, rimanendo confinata al contesto domestico italiano[34]. Anzi, a voler tener conto del rapporto fra norme unionali e norme domestiche, si può finanche ritenere che, ai fini definitori, sia

[34] Al di là del fatto che il Regno Unito abbia lasciato l'Unione Europea, si può dire che la medesima affermazione non può essere fatta quanto alla legislazione d'Oltremanica. Si è già ricordato che in quel Paese la *securitisation* ha sempre costituito una prassi operativa, in merito alla quale strutture privatistiche già esistenti nell'ordinamento sono state utilizzate (ad esempio, l'*assignment*, la cessione, nel diritto anglo-gallese), senza che il legislatore abbia mai pensato ad intervenire con schemi negoziali *ad hoc*.

ormai la disciplina di Bruxelles a prevalere, rispetto a quella domestica, che prima o poi è destinata ad essere abrogata, ove si voglia estrarre una qualificazione e una definizione delle operazioni di cartolarizzazione.

Il termine cartolarizzazione, la punta di diamante della finanza strutturata, pur nelle sue alterne vicende, sembra che, nel contesto italiano, assuma una connotazione di marketing, a definire anche cessioni di beni pubblici a società di natura pubblica, al fine di migliorare – almeno in apparenza – gli equilibri di bilancio degli enti. È ovvio che il termine *securitisation* non sembra realmente riferirsi al fenomeno della cartolarizzazione pura, quanto piuttosto ad una cessione di tipo pubblico, rientrante nelle manovre di bilancio effettuate in diverse occasioni, e spesso in coincidenza con crisi finanziarie, internazionali ovvero domestiche.

La cartolarizzazione europea, incentrata sulla figura dei titoli STS, sembra a livello regolamentare accentuare l'integrazione del mercato dei capitali europeo. Le regole imposte agi investitori istituzionali in tema di acquisto dei titoli STS dovrebbero andare nel senso di evitare *ab imis* gli *shock* del sistema finanziario del 2007/2008, causati proprio da una presenza di men che ortodossi titoli di finanza straordinaria, il cui slogan potrebbe proprio essere l'antitesi del semplice, trasparente, standardizzato: difficile, opaco, complesso.

La cartolarizzazione sembra muoversi sempre di più da un modello giuridico ed economico, basato sul credito, ad un parametro tecnologico e virtuale, in cui il credito si espande a "pretesa" (*claim*) e in tal modo sancisce che è il semplice flusso necessario e sufficiente al fine del trasferimento al veicolo, del rischio, non necessariamente il credito. Sebbene ciò consenta all'operatore di evitare ogni imbarazzo circa il *quid* del trasferimento, un ordinamento con tradizione antica come quello italiano è posto di fronte a nuove sfide: il credito e la sua "crisi" [35], cui fa da *pendant* il creditore alla ricerca di una identità perduta, da

---

È interessante notare che il Regolamento Cartolarizzazioni è, attualmente, in vigore nel Regno Unito, in quanto incluso nello *statute* che ha recepito la normativa europea. Pertanto, la normativa europea esistente a quella data è stata convertita in legge nazionale. Tuttavia, un tale testo legislativo potrebbe essere, in ogni momento, abrogato, atteso che non vi è più il vincolo di coerenza con i principi comunitari. Per un'autorevole disamina della di F. Capriglione, R. Ibrido, *La Brexit tra finanza e politica*, Torino, 2017.

[35] Il "credito", soprattutto quello esclusivamente pecuniario, sembra essere ora concetto inadeguato a ricomprendere le diverse pretese di cui un soggetto possa essere titolare e che possano essere trasferite ad un veicolo, sulla scorta del negozio di cartolarizzazione. Viene affermato (P. Perlingieri, *Cessione*

un lato[36]; la necessità di elaborare categorie dal lato attivo del rapporto obbligatorio che superino quella, forse non più esaustiva, del credito tradizionale.

La legge speciale, che traduce nell'ordinamento la *lex mercatoria*, ha fin d'ora costituito il "piano B" cui il legislatore italiano è ricorso al fine di consentire nuovi negozi imposti dalle dinamiche economiche, come quello di cartolarizzazione. Il futuro prossimo potrebbe essere costituito o dall'elaborazione di nuovi pilastri dell'ordinamento codicistico più coerenti con tali nuovi figure, ovvero dalla tolleranza passiva degli interventi operati dalla *lex specialis* quali eccezioni alle regole generali, ma così frequenti che si perde definitivamente di vista la codificazione ed i suoi cardini. Soluzione, quest'ultima, che, al di là del "sottile" intento, ha indubbiamente molto di pratico, in quanto lascia il diritto asservito alle esigenze di classi e/o gruppi e/o lobby che chiedono *hic hinde* normativa speciale.

5.4. Beni pubblici come strumenti di risanamento del bilancio statale

Anche i beni immobili di proprietà dello Stato e degli enti pubblici sono stati oggetto di operazioni di cartolarizzazione, le quali, presentano, rispetto alla generalità del fenomeno, indubbi elementi di peculiarità[37]. Ciò non solo in ragione del regime giuridico a cui sono assoggettati i beni pubblici, ma anche per le finalità specifiche perseguite dal legi-

---

dei crediti, *cit.,* p. 12) cosa sia il credito, in connessione con la cessione: "ogni situazione soggettiva giuridicamente rilevante che, a prescindere dalla fonte – promessa unilaterale, contratto, fatto considerato idoneo dalla legge -, costituisca titolo, nei confronti di una parte qualificata e determinabile, ad una prestazione e comunque ad un comportamento anche di semplice astensione utile per la realizzazione di un interesse patrimonialmente valutabile".

[36] I colpi inferti al creditore, nelle ultime evoluzioni del diritto italiano e dell'Unione Europea, sono diverse. Dalla *BRRD* e la conversione e/o annullamento delle pretese che può sancire l'Autorità di Vigilanza, al verificarsi di un dissesto della banca, alla disciplina della crisi da indebitamente la quale, a certe condizioni, può consentire l'esdebitazione del debitore consumatore "in crisi", con conseguente falcidie del creditore, teoricamente egli stesso consumatore.

[37] Come emergeva già dalle riflessioni svolte sulle prime operazioni di cartolarizzazione, per le quali si rinvia ai diversi contributi contenuti in G. Morbidelli (a cura di), *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, Torino, 2004.

slatore attraverso l'uso di questi strumenti per la dismissione di parte del patrimonio erariale.

La "privatizzazione" dei beni dello Stato e degli altri enti pubblici, come è noto, è stata ed è un tassello delle politiche di risanamento dei conti pubblici italiani[38], da che le esigenze di riequilibrio dei bilanci si sono imposte nell'ordinamento italiano, vuoi per la necessità di rispettare i vincoli europei di finanza pubblica, vuoi per far fronte a severe crisi finanziarie. I beni pubblici, da un certo punto in poi, dunque, hanno cessato di esser visti come semplici strumenti per soddisfare interessi della collettività per divenire, piuttosto, oggetto di politiche volte a produrre entrate e a diminuire e razionalizzare le spese pubbliche.

Nel tempo, quindi, vi sono stati diversi interventi che hanno riguardato la razionalizzazione degli immobili utilizzati dalle amministrazioni, in una prospettiva di politica di risparmio di incremento delle entrate con il rafforzamento dell'attività di gestione ordinaria e la valorizzazione dei beni. Accanto a quest'ultima, in cui un ruolo importante viene svolto dall'Agenzia del demanio ai fini della gestione produttiva di questi beni, si pone, dunque, la dismissione del patrimonio immobiliare pubblico e della cartolarizzazione dei proventi derivanti da questa.

La dismissione dei beni immobili dello Stato in sé non è certo un fenomeno nuovo, ma fino agli anni '80 essa rientrava nell'attività di gestione del patrimonio e non era inserita in un quadro di politica economica volto al miglioramento dei saldi e all'efficienza della spesa. Una tale prospettiva si può cogliere a partire dal Documento di programmazione economico - finanziaria relativo alla manovra di finanza pubblica per gli esercizi 1991-1993, nel quale è stato previsto il ricorso alla dismissione di parte dell'ingente patrimonio immobiliare dello Stato come punto qualificante dell'azione di risanamento della finanza pubblica[39].

---

[38] Questa è una premessa condivisa da tutti gli autori. Che le finalità di risanamento dei conti pubblici possano sorreggere disposizioni normative che contrastano con i principi fondamentali della materia è rilevato da V. Caputi Jambrenghi, *Beni pubblici e interesse finanziario*, in *Rivista diritto amministrativo*, 2007, 185.

[39] Sull'evoluzione normativa delle privatizzazioni e cartolarizzazioni del patrimonio pubblico si vedano, tra gli altri, E. Brandolini, V. Zambardi, *La contabilità pubblica*, Milano, 2019, pp. 47-53; M. Passalacqua, *La gestione patrimoniale: i beni pubblici*, in G.F. Ferrari, E. Madeo, *Manuale di contabilità pubblica*, Giuffrè, Milano, 2019, pp. 63-101, specialmente 79-101; D. Bolognino, *Manuale di contabilità* pubblica, Bari, 2019, pp. 324-327.

La successiva legge n. 622 del 1996 ha posto la base normativa del primo progetto organico di dismissione e valorizzazione del patrimonio immobiliare statale: la norma indica nei fondi immobiliari istituiti con apporto di patrimonio immobiliare pubblico, riservati a soggetti quali lo Stato, gli Enti previdenziali pubblici, le Regioni, gli Enti locali e i loro consorzi, il principale strumento con cui attuare le dismissioni.

La legge n. 410 del 2001, in materia di dismissioni e valorizzazione di immobili pubblici, ha ribadito la volontà del legislatore di favorire l'utilizzo dei fondi per razionalizzare la gestione e la dismissione degli immobili pubblici.

Sono state così individuate tre modalità operative di "privatizzazione" dei beni pubblici, date dalla sottoscrizione di fondi immobiliari, dalla dismissione (cosiddetta "depubblicizzazione") patrimoniale con conseguente alienazione e dalla cartolarizzazione[40].

Attraverso la prima modalità, prevista dalla legge n. n. 662 del 1996 e dalla legge n. 447 del 1997, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, può accedere a fondi di investimento con apporto di beni immobili e diritti reali su immobili appartenenti al patrimonio dello Stato, e gestione dei fondi da parte di società cui spetta procedere all'offerta al pubblico delle quote derivate dall'istituzione del predetto fondo. A seguito della emanazione della legge n. 410 del 2001 si configura come alternativa alla cartolarizzazione.

La dismissione patrimoniale o depubblicizzazione, trova la sua disciplina nella legge n. 537 del 1993, che prevedeva la possibilità di alienare beni pubblici, ivi compresi quelli in concessione, non destinati ad usi collettivi generali o di interesse ambientale o culturale, ad esclusione degli immobili vincolati, nella legge n. 724 del 1994 che prevedeva il censimento dei beni pubblici finalizzato a valutare la persistente necessità del mantenimento di tali beni, nella legge n. 136 del 2001 in relazione alle procedure concordate tra Stato e Comuni per la valorizzazione del patrimonio immobiliare su base di progetti di recupero, sviluppo e valorizzazione e nella legge n. 388 del 2000 in relazione al programma di dismissione degli immobili di proprietà degli enti previdenziali (trasformati in società di capitali) ed al Programma di alienazione degli immobili di proprietà degli enti messi in liquidazione.

Viene, infine, utilizzata la tecnica finanziaria della cartolarizzazione, che prevede la cessione *pro soluto* di attività patrimoniali capaci di generare flussi di cassa, quali ad esempio crediti o immobili, ad una so-

[40] E. Brandolini, V. Zambardi, *op. cit.*, pp. 47-53

cietà appositamente costituita, la società veicolo già analizzata in varie parti del presente lavoro, a fronte della corresponsione di un prezzo di cessione. La società veicolo finanzia tale pagamento tramite l'emissione di titoli che verranno rimborsati esclusivamente con i ricavi ottenuti dalla gestione delle attività cedute. L'emissione dei titoli è definita "senza ricorso", traducendo in modo eterodosso dall'inglese il termine "*without recourse*", in quanto il cedente (in questo caso specifico lo Stato) non ne garantisce in alcun modo il rimborso nel caso i flussi di cassa generati dalle attività cedute non siano sufficienti.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze, a partire dal 1999, ha organizzato diversi programmi di cartolarizzazione: 1) Programma di cartolarizzazione immobili (Società Cartolarizzazioni Immobili Pubblici S.r.l. - S.C.I.P.); 2) Programma di cartolarizzazione crediti delle pubbliche amministrazioni (società S.C.I.C.); 3) Programma di cartolarizzazione crediti contributivi INPS (società S.C.C.I.).

Attraverso il decreto legge 25 settembre 2001, n. 351, recante "Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare", convertito nella legge 23 novembre 2001, n. 410 si è inteso perseguire diversi obiettivi tra cui: la ricognizione del patrimonio immobiliare pubblico con la finalità di determinare il conto generale del patrimonio dello Stato, la riforma della disciplina relativa ai fondi comuni di investimento immobiliare e la definizione dei criteri per disciplinare il processo di dismissione, da attuarsi tramite la costituzione di società *ad hoc* (S.C.I.P.).

Regolando i meccanismi di alienazione e di rivendita degli immobili da parte delle società-veicolo, la legge n. 410 del 2001 stabilisce che il trasferimento a titolo oneroso degli immobili individuati alla società veicolo è disposto con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze e, per immobili appartenenti ad enti soggetti a vigilanza anche da parte di altro Ministro, i decreti vengono emanati di concerto con quest'ultimo. Con gli stessi decreti vengono regolati gli aspetti tecnico-attuativi dell'operazione e, per i beni dello Stato di particolare valore artistico e storico, i decreti del Ministero dell'Economia sono adottati di concerto con il Ministero per i Beni e le attività culturali. Per la determinazione del prezzo di vendita si deve fare riferimento ai valori di mercato, determinati sulla base di transazioni analoghe sul mercato. Tali valori possono essere stimati dall'Agenzia del Territorio o da terzi consulenti.

La legge disciplina la gestione degli immobili, fino alla rivendita da parte della società-veicolo ad acquirenti terzi e determina le respon-

sabilità dei soggetti incaricati della gestione. Vengono confermate le norme in vigore per evitare speculazioni sulle rivendite degli immobili, prevedendo la nullità degli atti di disposizione degli immobili compiuti infrangendo le norme di tutela previste. Vengono anche individuati gli strumenti per la valorizzazione degli immobili da cedere, attribuendo agli enti territoriali interessati dal processo di valorizzazione una quota del ricavato generato dalla rivendita degli immobili valorizzati, da fissarsi con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze nell'ambito di una soglia minima e massima e semplificando le modalità di trascrizione.

Viene poi regolato il diritto di prelazione sulla rivendita degli immobili da parte della società-veicolo, qualificando il processo di vendita come una privatizzazione degli immobili, e quindi escludendo la possibilità che soggetti pubblici partecipino all'acquisto degli immobili dismessi.

In relazione allo stato giuridico dei beni, lo stesso art. 3 della legge n. 410 del 2001 prevede che l' "inclusione nei decreti produce il passaggio dei beni medesimi al patrimonio disponibile": tale automatismo trova giustificazione nell'attività preliminarmente svolta dall'Agenzia del demanio, che, ai sensi dell'art. 1 della stessa legge, con propri decreti dirigenziali, individua, sulla base e nei limiti della documentazione esistente presso gli archivi e gli uffici pubblici, singoli beni, distinguendo tra beni demaniali e beni facenti parte del patrimonio indisponibile e disponibile.

Con il decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito nella legge 24 novembre 2003, n. 326, contenente disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici, sono state introdotte una serie di innovazioni tese al miglioramento del processo di vendita mentre con la legge 104 del 24 aprile 2004, di conversione del decreto legge 23 febbraio 2004, n. 41, è stato definito che ai conduttori i quali avevano manifestato la volontà di acquistare, entro il 31 ottobre 2001, gli immobili residenziali, venisse praticato il prezzo sulla base dei valori di mercato dello stesso mese di ottobre 2001.

La prima operazione di privatizzazione degli immobili pubblici attraverso la tecnica della cartolarizzazione, denominata S.C.I.P. 1, ha preso il via ufficialmente il 15 ottobre 2001.

La seconda cartolarizzazione è stata avviata con Decreto Legge 21 novembre 2002. L'operazione S.C.I.P. 2 è considerata come la più grande mai realizzata in Europa, con 62.880 immobili ceduti ed un'emissione di titoli pari, in prima battuta, ad oltre 6.6 miliardi, integrata, nel mese di aprile 2005, con tre nuove serie di titoli per 4.600 milioni.

Per effettuare e portare a termine il processo hanno cooperato e cooperano attualmente vari organismi: il Ministero dell'Economia e delle Finanze, il Ministero del welfare, gli enti pubblici, le Agenzie del demanio e del territorio, il Consiglio Nazionale del Notariato e le banche erogatrici dei mutui[41].

Con il Decreto Legge n. 207 del 2008, convertito con modificazioni dalla Legge n. 14 del 2009[42], in considerazione dell'eccezionale crisi economica internazionale e delle condizioni del mercato immobiliare e dei mercati finanziari, lo Stato ha posto in liquidazione i patrimoni separati relativi a SCIP 1 e SCIP 2, trasferendo la proprietà degli immobili di SCIP ai soggetti originariamente proprietari degli stessi.

Tuttavia, con la legge di bilancio 2019 il legislatore ha dettato nuove regole atte a favorire l'estensione e l'operatività delle cartolarizzazioni dei crediti che, peraltro, introducono anche un nuovo modello di cartolarizzazione immobiliare[43].

Ulteriori modifiche sono state apportate alla cosiddetta legge sulle cartolarizzazioni (Legge 30 aprile 1999, n. 130) dal decreto legge 30 aprile 2019, n. 34, recante "Misure urgenti di crescita economica e per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi"[44].

Il Decreto Legge n. 98 del 2011, convertito con modificazioni dalla legge n. 11 del 2011 ha previsto con l'art. 33 l'istituzione della Società di gestione del risparmio (SGR), costituita dalla Cassa Depositi e Prestiti, le cui modalità operative sono state ulteriormente disciplinate con il decreto legge n. 95 del 2012, convertito dalla legge n. 135 del medesimo anno. La legge n. 183 del 2011 (legge di stabilità 2012) ha

---

[41] Corte dei conti Ufficio di controllo sulla gestione dei Ministeri economico finanziari, *Relazione sull'indagine programmata con deliberazioni n. 1/2003/G del 2 gennaio 2003 (Indagine I.6) e n. 1/2004/G del 19 dicembre 2003 ed approvata il 21 marzo 2006 dall'Adunanza dei Collegi riuniti della Sezione centrale di controllo sulla gestione delle Amministrazioni dello Stato*, in *www.corteconti.it*.

[42] Art. 49-*bis*.

[43] Art. 1, commi 1088, 1089 e 1090, Legge n. 154 del 2018

[44] Altre disposizioni in materia sono state dettate anche dalla Legge n. 296 del 2006 (art. 1, commi 259, 217, 219 e 1311); dalla Legge n. 244 del 2007 (art. 1, commi 256, dal 313 al 319, dal 627 al 630); dal Decreto Legge n. 112 del 2008, convertito con modificazioni dalla Legge n. 133 del 2008; dalla Legge n. 42 del 2009; dalla Legge n. 191 del 2009; dal Decreto Legge n. 78 del 2010, convertito con modificazioni dalla Legge n. 122 del 2010; dal Decreto Legge n. 98 del 2011, convertito con modificazioni dalla Legge n. 11 del 2011.

autorizzato il Ministero dell'Economia e delle Finanze a conferire o a trasferire beni immobili di proprietà dello Stato ad uno o più fondi comuni di investimento immobiliari o a una o più società di gestione del risparmio anche di nuova costituzione nonché l'alienazione a cura dell'Agenzia del Demanio dei terreni agricoli di proprietà dello Stato non utilizzabili per altre finalità istituzionali.

Le operazioni di dismissione e valorizzazione hanno interessato i rapporti tra Stato, Regioni ed enti locali, intersecando questioni relative ai principali profili dell'autonomia, in particolare, quella finanziaria e quella amministrativa[45]. In particolare, si deve ricordare la disciplina dettata dal Decreto Legislativo n. 85 del 2010, sul cosiddetto federalismo demaniale. La normativa citata, tra l'altro, prevede l'individuazione dei beni statali che possono essere attribuiti, con D.P.C.M., a Comuni, Province, Città metropolitane e Regioni.

Il legislatore ha inteso anche coinvolgere gli enti locali nel processo di dismissione, prevedendo misure, per così dire, incentivanti alla collaborazione istituzionale. Ad esempio, l'art. 26 del Decreto Legge n. 133 del 2014, convertito con modificazioni dalla legge n. 164 del 2014, nel dettare misure urgenti per la valorizzazione degli immobili pubblici inutilizzati, ha introdotto una nuova procedura per la valorizzazione del patrimonio immobiliare di proprietà dello Stato, compresi i beni in uso al Ministero della difesa e non più utili alle finalità istituzionali. A seguito della valorizzazione o alienazione degli immobili, la norma prevede che sia attribuita agli enti territoriali che hanno contribuito, nei limiti delle loro competenze, alla conclusione del procedimento, una quota parte dei proventi, secondo modalità determinate con decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze da adottare, limitatamente agli immobili dell'Amministrazione della difesa, di concerto con il Ministero della difesa.

5.4.1. Cenni agli strumenti di privatizzazione degli immobili pubblici

Prima di analizzare le operazioni di cartolarizzazione dei proventi conseguenti alla dismissione del patrimonio pubblico, è opportuno allargare lo sguardo per far cenno ad altri strumenti di "privatizzazione" degli immobili appartenenti ad enti pubblici. Si tratta di istituti civilistici impiegati per finalità pubblicistiche con esiti spesso incoerenti. Il riferimento non potrà che essere fugace e sommario, ma può essere

[45] Con riferimento alla menzionata disciplina del cosiddetto "federalismo demaniale", cfr. L. Antonini, *Federalismo all'italiana*, Venezia, 2013.

utile per comprendere le peculiarità proprie delle politiche che hanno ad oggetto i beni di cui si ragiona.

In primo luogo, possiamo ricordare che il legislatore, accanto alla modalità di cartolarizzazione tramite la società veicolo, ha introdotto, a partire dalla legge n. 86 del 1994, una forma di dismissione che si avvale del fondo immobiliare per la trasformazione dei beni pubblici in risorse finanziarie[46]. Probabilmente, la novità dello strumento, sebbene già noto in altri ordinamenti, unitamente alla lacunosità della disciplina, incapace di regolare un istituto nel quale i profili privatistici e l'interesse pubblico si combinano in un rapporto non sempre realmente funzionale a quest'ultimo, ha determinato un forte ritardo nel ricorso ai fondi ad apporto pubblico.

Proprio al fine di incentivare il ricorso a tale strumento è intervenuto il Decreto Legge n. 168 del 2004, convertito nella legge n. 191 del 2004, cha ha aggiunto la facoltà da parte del soggetto pubblico di "trasferire" i beni al fondo ottenendo in cambio un credito finanziario anziché una quota del fondo corrisposta in caso di "apporto". Il trasferimento del bene pubblico al fondo equivale ad una vendita del bene stesso, il che comporta, tra l'altro, un ampliamento degli strumenti di dismissione di cui può disporre lo Stato e segnatamente il Ministro dell'Economia e delle Finanze.

Sul punto la Corte dei conti[47] ha osservato che la dismissione tramite l'utilizzo dei fondi comuni di investimento, non equivale necessariamente ad una cartolarizzazione, in quanto l'art. 4 della legge n. 410 del 2001, così come modificato dalla legge n. 191 del 2004, prevede accanto all'apporto di beni immobili, anche la possibilità di "trasferimento" da parte del MEF al fondo, il che, in analogia con quanto previsto per la Patrimonio S.p.a. e la Stu, si tradurrebbe in una compravendita di beni. Secondo la Corte si tratterebbe di una novità di non poco conto, in considerazione del fatto che in base all'art. 14-bis, comma 1, della legge n. 86 del 1994, "le quote del fondo possono essere sottoscritte con apporto di beni immobili o di diritti reali su immobili qualora l'apporto sia costituito per oltre il 51% da beni e diritti apportati esclusivamente dallo Stato e da enti pubblici".

---

[46] In tema F. Nugnes, *Fondi immobiliari pubblici: uno strumento potenzialmente (in)efficace*, in G. Colombini (a cura di), *La nozione flessibile di proprietà pubblica. Spunti di riflessione di diritto interno ed internazionale*, Milano, 2008, pp. 99-127.

[47] Corte dei conti – Ufficio di controllo sulla gestione dei Ministeri economico finanziari, *Analisi dei risultati delle cartolarizzazioni*, *delibera 4/2006/G*, Roma, 2006, specialmente 253-259.

Ciò non varrebbe per il trasferimento dei beni in quanto quest'ultimo, secondo la Corte dei conti, si connota come una vera e propria compravendita, avente per oggetto beni immobili pubblici, operazione di per sé sottratta ai limiti previsti dalla normativa per l'apporto pubblico nei fondi. Si potrebbe tuttavia controbattere[48] che il "trasferimento" dei beni al fondo, secondo un'interpretazione sistematica della disposizione, era già prevista dalla legge n. 410 del 2001 e ad esso si possono estendere le conclusioni che la dottrina ha svolto in riferimento al trasferimento dei beni alle società di cartolarizzazione. Va anche detto che, ove il fenomeno della "cartolarizzazione" dei beni pubblici fosse riguardato in astratto dalla prospettiva del Regolamento Cartolarizzazioni, si dovrebbe giungere alla conclusione che, secondo qui parametri, non trattasi di operazioni di cartolarizzazione, secondo la definizione di quella *sedes materiae*, in quanto manca l'elemento qualificante della emissione di titoli in almeno due *tranche*.

Al di là della querelle, è da notare che nel 2016 tale processo è proseguito attraverso l'utilizzo della Invimit Sgr. S.p.A. (Investimenti Immobiliari Italiani Sgr S.p.A.)[49], che prevede la costituzione di uno o più fondi comuni di investimento cui trasferire o conferire immobili di proprietà dello Stato e degli enti pubblici e si è ulteriormente consolidato il ruolo della banca dati, Patrimonio P.A., gestita dal Dipartimento del Tesoro, quale collettore unico delle informazioni in materia. In particolare, va segnalata l'introduzione della rilevazione per il censimento dei beni immobili, nonché, a seguito della sottoscrizione di un protocollo d'intesa con la Corte dei conti, l'avvio della rilevazione unificata delle partecipazioni pubbliche.

Va rilevato che anche il *trust* sembra in effetti utilizzabile per la gestione del patrimonio immobiliare pubblico, con il necessario rispetto delle modalità dell'evidenza pubblica per la scelta del *trustee* e delle linee guida delle privatizzazioni dei beni pubblici, a meno che non si intenda farne un utilizzo elusivo di discipline inderogabili, da sanzionare senz'altro con la nullità del negozio[50]. Va peraltro notato che non sempre il concetto di *trust*, notoriamente di derivazione *common law*, viene usato a proposito dall'interprete italiano.

---

[48] F. Nugnes, *Fondi immobiliari pubblici: uno strumento potenzialmente (in)efficace ondi immobiliari, cit*., 104, specialmente nota 6.

[49] Società di gestione del risparmio del Ministero dell'Economia e delle Finanze, istituita a marzo 2013

[50] In tema si rinvia a E. Pucciarelli, Trust *e privatizzazione di immobili pubblici*, in *La nozione flessibile di proprietà pubblica,* a cura di G. Colombini, Milano, 2008, pp. 129-153.

In tali termini, sebbene sotto il *caveat* appena accennato, il suo uso è stato considerato legittimato non solo in ragione del verificarsi di casi concreti, ma anche sulla base degli esiti della dottrina e della giurisprudenza[51], per quanto piuttosto contenute.

In questo contesto il *trust*, in questa sua accezione *sui generis*, va anzitutto a concretizzare una nuova modalità di partenariato pubblico privato nel settore immobiliare, nel quale l'ente pubblico in generale, e gli enti locali in particolare, abbisognano in modo specifico di risorse private per la realizzazione di investimenti[52]. La sempre maggiore scarsezza delle risorse a disposizione e le restrizioni finanziarie cui

[51] Un primo caso verificatosi in Italia è stato quello del Comune di Duino Aurisina (Trieste), finalizzato all'ampliamento di un edificio adibito a scuola dell'infanzia ed appartenente al patrimonio indisponibile del Comune. Si sono avuti due disponenti: l'ente locale conferente l'immobile e la Fondazione CRT Trieste, conferente la somma di danaro necessaria. Si è designata quale *trustee* la persona fisica del Segretario della citata Fondazione e si è nominato quale guardiano l'Assessore al Bilancio ed Istruzione del Comune. Il negozio è stato strutturato quale *trust* di scopo, preordinato al soddisfacimento dell'interesse pubblico all'ampliamento dell'edificio scolastico e del relativo servizio alle famiglie. Vi è stata poi la designazione di un soggetto, terzo ed autonomo rispetto ai disponenti, cui è stato attribuito l'incarico dell'esecuzione dell'opera e della contestuale gestione dell'immobile. Al termine, si è prevista la retrocessione al Comune della proprietà dell'immobile e delle nuove opere eseguite. Sulla vicenda si veda A. Tonelli, *Trust di ente pubblico per una scuola materna*, in *www.ciramap.it*. La vicenda è stata oggetto di cognizione del Giudice Tavolare di Trieste, occasionata dalla richiesta di iscrizione nel registro tavolare dell'atto istitutivo del *trust*. Si veda Trib. Trieste, decreto 23 settembre 2005, commentato da E. Pucciarelli, Trust *e privatizzazione di immobili pubblici*, *cit*., specialmente pp. 136-138; A. Lopez, *Il trust come nuovo strumento dell'azione della pubblica amministrazione*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2006, 176 ss. Si ricorda anche l'operazione compiuta dal Comune di Vidor (Treviso), che nel corso del 2006 ha posto in essere un *trust* finalizzato alla costruzione di un nuovo edificio scolastico ed alla ristrutturazione di un edificio destinato a residenza municipale.

[52] Negli ultimi anni il legislatore ha offerto forme diversificate di partecipazione di privati, allo scopo di apportare i capitali necessari al perseguimento delle finalità pubbliche. In tal senso, in particolare, troviamo l'ampia e articolata disciplina sul partenariato pubblico privato, contenuta, da ultimo, nel decreto legislativo n. 50 del 2016 – il Codice dei contratti pubblici - e la possibilità di creare le società di trasformazione urbana per la riqualificazione di intere aree degradate, ai sensi dell'art. 120 del testo unico sugli enti locali.

sono soggetti per il rispetto degli obblighi finanziari, impediscono, infatti, di valorizzare un patrimonio immobiliare spesso vetusto ed inutilizzabile.

Questo strumento occupa un posto assai originale, dando vita ad una forma di privatizzazione, sia pure parziale e magari temporalmente delimitata, in modalità assai diverse da quelle generalmente applicate. La dismissione, infatti, è stata finora possibile rispettando le rigide forme e modalità disciplinate pedissequamente dal legislatore, come nel caso delle cartolarizzazioni ex legge n. 410 del 2001, ovvero in altre vesti, come quando si è prevista legislativamente la possibilità di trasferire beni immobili pubblici alle società di trasformazione urbana, disciplinate dall'art. 120 del testo unico sugli enti locali, ma sempre seguendo procedure e schemi normativamente predeterminati. La peculiarità di tale peculiare *trust* consiste, allora, nel fatto che si crea una notevole accentuazione dei tratti privatistici della privatizzazione[53], le cui modalità sono rimesse per la prima volta all'autonomia delle parti, alle quali sino ad ora residuava ben poco spazio, per non dire nessuno. L'altra faccia della medaglia della nuova libertà degli enti pubblici è il rischio di porre in essere manovre avventate, qualora non provvedano a precostituirsi adeguate garanzie nei confronti dei *partners* scelti per l'operazione. Il *trust* sotto questo aspetto pare essere particolarmente rischioso: non deve infatti dimenticarsi che con esso il diritto di proprietà viene trasferito in capo al *trustee*, definitivamente o temporaneamente. In quest'ultimo caso, la retrocessione del diritto all'ente pubblico avverrà solo a seguito di consenso espresso del *trustee* al ritrasferimento della proprietà al termine dell'incarico, e dovrà pertanto essere assistita da particolari tutele, per evitare che l'ente rimanga spogliato del diritto di proprietà in caso di rifiuto o inerzia del *trustee*.

Come si è preannunciato, si è fatto solamente cenno ad alcuni strumenti utilizzati per la valorizzazione del patrimonio con il coinvolgimento dei privati, che fanno comprendere la pluralità delle finalità e delle politiche riguardanti il patrimonio erariale. Si può, però, osservare che il processo di dismissione degli immobili pubblici ha, di fatto, riguardato soltanto beni infruttuosi, mentre per i beni suscettibili di produrre rendita è stato perseguito un diverso percorso, teso alla loro

[53] In questi termini E. Pucciarelli, Trust *e privatizzazione di immobili pubblici, cit.*, 151.

valorizzazione e gestione, caratterizzato da istituti privatistici torti al perseguimento delle finalità pubblicistiche[54].

5.4.2. La dismissione del patrimonio immobiliare statale e la cartolarizzazione

Portando l'attenzione più specificamente sulla cartolarizzazione dei proventi conseguenti alla dismissione del patrimonio pubblico, va individuata la disciplina a cui fare riferimento, tra norme dettate dal legislatore con finalità essenzialmente pubblicistiche e previsioni di carattere generale[55].

Sebbene, come si è visto precedentemente, il fenomeno della dismissione dei beni pubblici abbia origini risalenti - si ricordano le previsioni di cui al decreto legislativo 16 febbraio 1996, n. 104[56] e alla legge 23 dicembre 1996, n. 662, che ha ampliato il novero degli enti pubblici che potevano procedere con le dismissioni – dobbiamo far riferimento alla disciplina generale sulla cartolarizzazione dei crediti, contenuta nella legge 30 aprile 1999, n. 130, oggi modificata dalla legge 30 dicembre 2018, n. 145 (legge di bilancio 2019).

In particolare, con i commi 1088 e 1089 dell'art. 1 della legge da ultimo citata viene specificato che la disciplina è applicabile alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate con l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli, qualora tali operazioni abbiano per effetto il trasferimento del rischio sui crediti, nella misura e alle condizioni concordate. Fra le altre operazioni alle quali risulta applicabile la disciplina vengono ricomprese le operazioni di cartolarizzazione dei proventi che derivano dalla titolarità di immobili, beni mobili registrati, nonché diritti reali o personali aventi ad oggetto tali beni.

Il comma 1089 delega al MEF l'adozione entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge in esame, di uno o più provvedimenti volti a definire: a) i beni e i diritti che sono destinati al soddisfa-

---

[54] In questi termini F. Nugnes, *Fondi immobiliari pubblici: uno strumento potenzialmente (in)efficace, cit.*, 124.

[55] In tema M. Lipari, *La cartolarizzazione del patrimonio pubblico. I profili pubblicistici della dismissione*, in *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico,* a cura di G. Morbidelli, Torino, 2004, p. 249 s.

[56] Recante, "Attuazione della delega conferita dall'art. 3, comma 27, della legge 8 agosto 1995, n. 335, in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali pubblici e di investimento degli stessi in campo immobiliare".

cimento dei diritti dei portatori dei titoli e delle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti nelle operazioni di cui al comma 1, lettera a), dell'articolo 7 della legge n. 130 del 1999 (come modificata dal comma 640); b) le modalità con cui tali beni e diritti possono costituire patrimonio separato e gli effetti di tale separazione; c) le modalità e le finalità con le quali il soggetto di cui al comma 2-octies dell'articolo 7 della legge n. 130 del 1999 effettua la destinazione dei crediti cartolarizzati; d)gli effetti dell'eventuale segregazione; e) le modalità di costituzione delle garanzie sui beni, sui diritti e sui crediti segregati, anche nel caso in cui il soggetto finanziato sia soggetto a procedura concorsuale; f) l'eventuale conferimento alla società di cartolarizzazione per l'amministrazione e la gestione dei crediti cartolarizzati. Con l'art. 1, comma 1090 si amplia l'ambito di applicazione della disciplina delle operazioni di cartolarizzazione, includendo le microimprese fra i soggetti a cui le società di cartolarizzazione possono concedere finanziamenti.

La cartolarizzazione dei proventi derivanti da dismissione di beni pubblici ha visto però la sua originaria disciplina, come si è detto, nel Decreto Legge 23 settembre 2001, n. 351, convertito con modificazioni, dalla Legge 23 novembre 2001, n. 410.

La *ratio* del decreto, recante "Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare" è quella di delineare una procedura semplificata per la dismissione di beni immobili attraverso una fase di ricognizione, una di cartolarizzazione (collegamento a prodotti finanziari da collocare sui mercati finanziari), una di gestione e vendita degli immobili. Si consente così di smobilizzare gli immobili, finanziare l'operazione tramite il ricorso al mercato dei titoli pubblici, intercettando la domanda anche dei soggetti non necessariamente interessati all'acquisto di un immobile, garantendo allo stesso tempo la tutela delle amministrazioni ex proprietarie e degli eventuali soggetti titolari di diritti di prelazione.

La procedura ha avvio attraverso una preventiva ricognizione, ad opera dell'Agenzia del demanio, dei beni immobili di proprietà dello Stato, degli enti pubblici non territoriali, cui seguono uno o più decreti dell'Agenzia stessa con valore dichiarativo della proprietà dello Stato, in assenza di precedenti trascrizioni e producono gli effetti di cui all'art. 2644 c.c. ed effetti sostitutivi dell'iscrizione in catasto.

Dunque, l'effetto dichiarativo del decreto è legato all'assenza di precedenti trascrizioni, in caso contrario non produrrebbe effetti perché, come è noto, la trascrizione non può subire pregiudizi derivanti da tra-

scrizioni successive (art. 2644 c.c.) sicché il decreto dell'Agenzia del demanio non fa venir meno gli eventuali vincoli (es.: storico artistici, paesaggistici ecc.) eventualmente presenti sul bene (art. 3, comma 18, Decreto Legge n. 351 del 2001).

A riguardo vale la pena ricordare il dibattito suscitato dalla disposizione sulla dismissione di immobili pubblici circa la sussistenza di un effetto costitutivo dei decreti di individuazione attraverso i quali si produce il passaggio dei beni al patrimonio disponibile[57].

In dottrina si è osservato come la disposizione contenuta nell'art. 3, comma 1, della legge n. 410 del 2001, relativa al passaggio dei beni al patrimonio disponibile vada interpretata semplicemente "come attuativa-integrativa dell'art. 829, comma 1, del codice civile, che prevede che il passaggio dei beni dal demanio al patrimonio sia dichiarato da un atto amministrativo di cui deve esser data notizia nella gazzetta ufficiale".

La natura dei decreti di individuazione dei beni da conferire è perfettamente riconducibile ai provvedimenti di sclassificazione di cui all'art. 829, comma 1, del codice civile, di modo tale che anche per tali decreti vale il quadro di regole sulla perdita della pubblicità dei beni rinvenibili dal codice civile e dalla legislazione di settore[58].

I decreti dell'Agenzia del demanio sono stati numerosi ed hanno avuto ad oggetto, a titolo esemplificativo e non esaustivo, beni dello Stato, anche all'estero, beni dell'INAIL, dell'ENAC, dell'INPS, dell'INPDAP[59].

---

[57] G. Colombini, *Privatizzazione del patrimonio pubblico ed obiettivi di finanza pubblica*, in AA.VV., *Associazione italiana dei professori di diritto amministrativo*, *Annuario 2003*, Milano, 2004, pp. 77 ss.

[58] M. Renna, *La regolazione amministrativa dei beni a destinazione pubblica*, Milano, 2004.

[59] È utile ricordare di seguito i dati della relazione del Governo al Parlamento di novembre 2004 relativa alle operazioni di dismissione effettuate dalla società di cartolarizzazione immobili pubblici (SCIP1 e SCIP2) sulla dismissione di immobili degli enti previdenziali. La prima operazione di cartolarizzazione (2001) ha avuto ad oggetto la cessione di 27.250 unità ad uso residenziale e di 262 unità di immobili ad uso commerciale appartenenti ad enti previdenziali pubblici (quali, ad esempio, ENPALS, INAIL, INPDAP, INPS) con valore lordo complessivo rideterminato pari a 3.830 milioni di euro. La società ha effettuato due emissioni di titoli di 1000 e 1300 milioni di euro. Gli incassi delle vendite degli immobili sono stati per il 2002 pari a 2365 milioni di euro, per il 2003 pari a 1009 milioni di euro e per il 2004 pari a 345 milioni di euro. Come da comunicati ufficiali MEF (Comunicato MEF del 23

Gli immobili così individuati sono trasferiti a titolo oneroso a società appositamente costituite, in forma di s.r.l. (cosiddetta società veicolo) dal Ministero dell'Economia e delle Finanze che hanno come oggetto esclusivo la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato.

Il trasferimento dei beni avviene con decreto di natura non regolamentare del MEF e l'inclusione di beni immobili nel decreto produce il passaggio dei beni al patrimonio disponibile.

In base ai criteri contenuti nel decreto di trasferimento dei beni, la società può essere tenuta a pagare il prezzo iniziale a fronte del trasferimento dei beni immobili e si individuano le modalità di pagamento dell'eventuale prezzo residuo da pagare.

A questo punto le società effettuano le operazioni di cartolarizzazione con l'emissione di titoli o l'assunzione di finanziamenti, individuando per ciascuna operazione i beni immobili che sono destinati a soddisfare i diritti dei portatori dei titoli e dei concedenti i finanziamenti. È importante evidenziare che i beni così individuati sono, per legge, patrimonio separato rispetto al patrimonio delle società e sono ammesse azioni su questo patrimonio solo da parte dei portatori dei titoli o dei concedenti i finanziamenti, restando escluse le azioni da parte di qualsiasi altro creditore.

I titoli sono immessi sul mercato ed acquistati da investitori e ricevono un rendimento che è legato alla rischiosità dell'operazione complessiva, in base da quanto emerge da specifici studi effettuati da una società di *rating*. Nel mentre, la società veicolo gestisce gli immobili

---

dicembre 2003), tali somme hanno consentito di rimborsare interamente le prime due serie di titoli del 2002 e del 2003.

La seconda operazione di cartolarizzazione (2002) ha avuto ad oggetto la cessione di 53.241 unità ad uso residenziale e di 9.639 unità immobiliari ad uso commerciale sempre appartenenti ad enti previdenziali pubblici, con valore lordo complessivo pari a circa 7.787 milioni di euro. In virtù della cessione la società ha pagato agli enti cedenti, al netto delle spese, un valore di 6.637 milioni di euro. Durante questa seconda operazione sono emersi una serie di problemi che hanno reso necessario l'intervento di una ristrutturazione del debito della società con l'emissione nel 2005 di tre nuove serie di titoli per 4.370 milioni di euro. Nel 2005 i ricavi sono stati 1.237 milioni di euro; tuttavia, a dicembre 2005 erano ancora invendute 33.080 unità immobiliari.

La terza operazione di cartolarizzazione ha avuto ad oggetto la cessione di immobili del Ministero della Difesa, per i quali è stata avviata la dismissione ai sensi dell'articolo 1, comma 443, della legge 30 dicembre 2004, n. 311 (legge finanziaria per il 2005).

o li vende e il ricavato, della gestione e della vendita, è utilizzato per rimborsare il debito e gli interessi e oneri accessori, delle commissioni ai soggetti terzi e gli altri costi.

Per facilitare l'operazione di cartolarizzazione, ma allo stesso tempo per garantire una adeguata tutela dei soggetti che possono vantare eventuali diritti di prelazione, l'eventuale diritto di prelazione, eventualmente spettante a terzi sui beni immobili trasferiti non si applica al primo trasferimento dello Stato o ente pubblico non territoriale, alle società, ma può essere esercitato all'atto della successiva vendita dei beni da parte della società in questione. Inoltre, sono tutelati anche il diritto di opzione (art. 1331 c.c.) e di rinnovo del contratto di locazione in favore dei conduttori, dei familiari conviventi ed eredi conviventi a condizione che vi sia un regolare contratto, si sia in regola con i pagamenti dei canoni di locazione e non si sia proprietari di altra abitazione adeguata alle esigenze familiari.

È importante ricordare che la legge vieta che amministrazioni dello Stato, enti pubblici territoriali e altri soggetti pubblici possano acquistare tali beni immobili, salvo che si tratti di enti pubblici territoriali per acquisto di beni immobili ad uso non residenziale da destinare a finalità istituzionali o unità immobiliari residenziali che risultano libere per le quali non è stato esercitato il diritto di opzione da parte dei conduttori ai fini dell'assegnazione delle unità immobiliari ai soggetti in condizione di disagio economico (in tal senso art. 3, commi 17 e 17 bis, Decreto Legge 25 settembre 2001, n. 351). Laddove vi sia un eventuale residuo viene retrocesso all'originario titolare del diritto di proprietà (Stato o ente pubblico non territoriale) cui viene dunque pagato il cosiddetto "prezzo differito".

Da quanto rilevato, è evidente che la cartolarizzazione vera e propria attiene ad una sola fase dell'intero processo descritto, ossia quella finanziaria di emissione dei titoli sul mercato. Per il resto siamo di fronte ad un processo in cui alla società si trasferisce una proprietà finalizzata alla cartolarizzazione, gestione e rivendita degli immobili; inoltre, mentre la società è titolare del possesso dell'immobile, la materiale detenzione rimane in capo all'ente cedente.

Si ricorda che già con la legge finanziaria per il 2003 (legge 27 dicembre 2002, n. 289) anche Regioni, Province, Comuni e altri enti locali sono stati autorizzati ad avviare operazioni di dismissione con il processo di cartolarizzazione, costituendo apposite società a responsabilità limitata con oggetto esclusivo la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi

patrimoni immobiliari e con l'applicazione della disciplina di cui al decreto legge n. 351 del 2001.

5.4.3. La contabilizzazione delle cartolarizzazioni e gli effetti sul bilancio dello Stato

Come si è anticipato, le cartolarizzazioni dei proventi delle dismissioni di immobili pubblici sono state concepite quale strumento di risanamento dei conti pubblici, in un contesto in cui il miglioramento dei saldi, oltre che l'efficiente utilizzo delle risorse pubbliche, è divenuto un obiettivo imprescindibile delle politiche economiche[60].

Risulta, dunque, centrale esaminare il trattamento contabile delle cartolarizzazioni ed il loro effetto sul bilancio dello Stato per comprendere il disegno sottostante alla disciplina sulle particolari operazioni di cartolarizzazione di cui ci occupiamo e per valutare quanto efficaci esse siano state.

Va ricordato che i due valori che assumono rilevanza per la tenuta dei conti pubblici, sia nella prospettiva interna che a livello europeo, sono il livello di "indebitamento" e lo stock di "debito".

In particolare, per il rispetto dei vincoli derivati dal patto di stabilità e crescita ad essere considerati sono sia il bilancio dello Stato che il settore delle amministrazioni pubbliche. Il parametro di deficit indicato nel Trattato di Maastricht è rappresentato dal saldo netto, ovvero accreditamento o indebitamento netto del conto economico delle Amministrazioni Pubbliche[61].

Pertanto, diviene dirimente anche per gli aspetti finanziari la collocazione di SCIP e Patrimonio SpA all'interno del comparto delle pubbliche amministrazioni e la conseguente qualificazione delle operazioni di cartolarizzazione in riferimento all'indebitamento e al debito[62].

In ordine al primo aspetto si deve precisare che la Patrimonio SpA è interamente partecipata dallo Stato. La qualificazione in termini di am-

---

[60] In relazione agli effetti dei vincoli sovranazionali ed europei di finanza pubblica sui bilanci delle amministrazioni pubbliche locali, cfr. C. Pagliarin, *Autonomia, efficienza, responsabilità*, Torino, 2007.

[61] Nell'economia del presente lavoro, non si approfondirà l'evoluzione dei vincoli europei, sovrannazionali e interni che presiedono gli equilibri di bilancio degli enti pubblici italiani. La citata evoluzione, del resto, non incide sulle osservazioni di carattere generale che si svolgono in questa sede.

[62] Su cui già G. Colombini, *Cartolarizzazione dei beni pubblici e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio,* in *La nozione flessibile di proprietà pubblica*, a cura di G. Colombini, Milano, 2008.

ministrazione pubblica discende dal fatto che sia le modalità della sua costituzione che i compiti ad essa assegnati (amministrazione dei beni in proprietà pubblica) sono riconducibili alla figura della delegazione interorganica. In termini contabili tale società è dunque riconducibile al comparto delle amministrazioni pubbliche. Una impostazione del genere ha trovato peraltro conferma nel dato normativo, là dove si è previsto che il bilancio di Patrimonio SpA sia allegato al Bilancio dello Stato e dunque faccia parte del settore statale.

Per le SCIP il discorso è sostanzialmente diverso, posto che oggetto dell'attività non è l'amministrazione e la gestione dei beni pubblici, ma la prestazione di un servizio di intermediazione finanziaria svolto per conto e secondo le indicazioni del MEF. Ricorre in questo caso la figura dell'organismo di diritto pubblico. Ai fini interni tale connotazione non ha tuttavia determinato originariamente che vi fosse una prescrizione normativa che imponesse al Tesoro di allegare il bilancio di SCIP Srl a quello dello Stato; ma ai fini europei la qualificazione in termini di organismo di diritto pubblico comporta che SCIP Srl debba far parte del conto delle pubbliche amministrazioni come unità riconducibile a quella statale.

Chiarito che le attività finanziarie svolte dalle suddette società ricadono, sostanzialmente, sul bilancio pubblico, è utile comprendere quale sia stata la qualificazione delle operazioni di cartolarizzazione rispetto ai vincoli europei di finanza pubblica.

Le regole già dettate dal sistema europeo dei conti pubblici SEC95[63] considerano una cessione diretta di attività, con corrispondente versamento di fondi all'amministrazione pubblica che ne era proprietaria, come una diminuzione del debito.

Tuttavia, se la cessione concerne attività finanziarie (azioni, partecipazioni, crediti) l'operazione viene registrata interamente nei conti finanziari della pubblica amministrazione e, quindi, non produce alcun effetto sull'indebitamento (indebitamento netto della p.a.) In questo caso nel conto del patrimonio del venditore (Stato) avviene soltanto la sostituzione di un asset finanziario con un altro asset della stessa natura

[63] Ora vi è il nuovo sistema europeo dei conti nazionali e regionali (Sistema Sec 2010), definito nel Regolamento UE n. 549 del 2013 e pubblicato il 26 giugno 2013. Il nuovo sistema, che sostituisce il SEC 95, adatta la contabilità nazionale allo SNA (*System of National Accounts*) 2008, adottato dalla Commissione statistica delle Nazioni Unite nel febbraio 2009, al fine di conformare i conti nazionali al nuovo contesto economico, ai progressi della ricerca metodologica e alle esigenze degli utilizzatori.

costituito dalla liquidità[64]. È il caso della cartolarizzazione dei crediti che concernono appunto attività finanziarie.

Se, invece, la cessione concerne attività non finanziarie, come è il caso dei beni immobili, essa riduce l'indebitamento per un importo pari al suo ammontare. Questo perché la cessione viene trattata contabilmente come se si trattasse di un investimento fisso negativo[65]. Infatti, tali operazioni incidono anche sul conto economico, a riduzione dell'indebitamento, mentre sullo stato patrimoniale vengono contabilizzate come minore investimento (o disinvestimento).

Quanto agli importi da registrare ed il momento in cui registrarli, il regolamento si riferisce agli importi totali dei proventi della cessione versati dagli acquirenti che corrispondono al valore di mercato delle attività cedute. Nel caso della cartolarizzazione degli immobili il prezzo iniziale che la SCIP corrisponde a titolo definitivo a fronte del trasferimento dei beni non sarebbe il prezzo finale vero e proprio, potendosi verificare, come si è visto, anche un prezzo differito conseguente della rivendita dei beni a terzi.

Quanto, infine, al momento di registrazione, esso dovrebbe coincidere con il trasferimento della proprietà che, come è noto, nel caso delle SCIP, si ha soltanto con la rivendita dei beni a terzi.

Comunque, ai fini della contabilizzazione secondo le regole Eurostat si fa riferimento al prezzo iniziale che viene corrisposto a titolo definitivo (62% del valore del portafoglio ceduto, per SCIP1, e 85% del portafoglio ceduto per SCIP2). Peraltro, nelle vicende di SCIP2 si è avuto, a causa dell'estensione dei benefici sul prezzo di acquisto, il realizzarsi di un prezzo differito negativo. In pratica, come sottolinea la Corte dei conti, la cessione è avvenuta *pro solvendo* e non *pro soluto* (come invece richiede ogni operazione di cartolarizzazione).

La dottrina si è domandata se le operazioni di cartolarizzazione dei beni del patrimonio pubblico rappresentino una vera e propria cessione di attività, e quindi comportassero le conseguenze previste dal regola-

---

[64] Corte dei conti, Relazione 76 (G:C: p.89 nota 43)

[65] G. Colombini, *Cartolarizzazione dei beni pubblici e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio*, *cit.*, pp. 89. Sul punto si vedano anche le considerazioni svolte dalla Corte dei conti, nell'audizione del 7 maggio 2002, presso la Commissione Finanze e Bilancio della Camera dei Deputati, sul Decreto Legge n. 63 del 2002, nonché da A. Brancasi, *I profili contabili e finanziari*, in Atti convegno, Firenze, 24 gennaio 2003, su *Cartolarizzazioni del patrimonio immobiliare pubblico*, Fondazione CESIFIN Alberto Predieri, Torino, 2004.

mento SEC95, o se invece tali operazioni formalmente qualificate come cessioni rappresentino in sostanza un'accensione di prestito.

La risposta è stata ritrovata, come è stato sottolineato[66], nelle stesse regole comunitarie, e, in particolare, in quelle che Eurostat ha fissato nel mese di luglio del 2002 proprio per porre un argine alla cartolarizzazione dei crediti e delle attività.

In queste regole si afferma in primo luogo che le cartolarizzazioni di flussi di entrate future non collegati a beni preesistenti sono sempre da considerarsi accensioni di prestiti da parte della amministrazione pubblica e, secondariamente, che le cartolarizzazioni di attività patrimoniali possono essere registrate come cessioni dirette (vendite) o come acquisizione di passività finanziaria.

Le cessioni dirette riducono il debito e, se sono attività finanziare, riducono anche l'indebitamento. Viceversa, nel caso di acquisizione di passività vanno registrate come nuovo debito.

Secondo Eurostat[67], la vendita si riscontra soltanto quando vi è un completo trasferimento di rischi, cioè quando il venditore non sopporta più alcun rischio per conto o dell'acquirente o dei sottoscrittori dei titoli emessi dalla società veicolo. Ciò si verifica quando il prezzo iniziale della cessione è pari almeno all'85% del valore degli asset venduti (vale a dire lo sconto rispetto al prezzo di mercato non deve risultare superiore al 15%).

Ci si è posti, dunque, il quesito di quando si abbia il "trasferimento completo dei rischi". In particolare, sono sorte due questioni: una relativa al profilo giuridico del trasferimento del titolo dominicale sul bene e una relativa ai profili finanziari delle garanzie statali sui titoli emessi.

Eurostat ha quindi risposto emanando i criteri per il trasferimento completo dei rischi, puntualizzando che sono "considerati criteri per il trasferimento della proprietà l'esistenza o meno di garanzie pubbliche fornite alla società veicolo, l'ammontare e le condizioni di pagamento da parte della società veicolo"; ed ancora che "nel caso in cui l'amministrazione pubblica che vende il bene fornisce garanzie come potrebbero essere quelle di compensare eventuali inadeguatezze del rendimento futuro (si pensi ad una rivendita ad un prezzo più basso di quello di acquisto…) allora non si tratta di vera vendita". Secondo Eurostat, perché l'operazione sia registrata come vendita, è necessario che il pagamento iniziale effettuato dalla società veicolo sia pari all'85% di

---

[66] *Rapporto Zanardi sulla finanza pubblica 2003*

[67] Si veda il *Rapporto Zanardi sulla finanza pubblica 2003*.

valore di mercato del bene. Quando il pagamento iniziale risulti al di sotto dell'85%, ovvero sussistano garanzie dello Stato sui titoli emessi, tali operazioni non presentano alcun rischio per l'acquirente del bene e la loro contabilizzazione deve essere trattata come una passività finanziaria (cessione di un prestito da parte della amministrazione pubblica). Quando, invece, le garanzie manchino ed il prezzo iniziale di vendita non sia al di sotto della soglia dell'85% del valore di mercato del bene, le operazioni effettuate possono essere contabilizzate come vendita effettiva[68].

La questione che riguarda le modalità di contabilizzazione delle operazioni di cartolarizzazione serve a chiarire l'incidenza che queste operazioni presentano in ordine all'osservanza del divieto di disavanzi eccessivi, considerando la scelta di utilizzare le "società veicolo" invece di prevedere un sistema di cartolarizzazione diretta[69].

Nella sostanza, mediante le operazioni di cartolarizzazione le componenti attive del patrimonio immobiliare vengono impiegate per creare strumenti finanziari da collocare sul mercato, in modo da acquisire liquidità. L'esito di un'operazione del genere è duplice: nel conto del patrimonio si determina una posta passiva (il debito nei confronti dei soggetti presso i quali sono collocati gli strumenti finanziari) accanto a quella attiva (il bene che resta di proprietà dell'ente pubblico che ha emesso gli strumenti finanziari); mentre nella contabilità finanziaria si registra, nell'esercizio in cui l'operazione viene compiuta, un'entrata che, derivando da accensione di prestiti, determina un peggioramento dei saldi. Se però l'operazione viene effettuata avvalendosi di un soggetto terzo, la rappresentazione contabile cambia completamente: dal conto del patrimonio viene cancellata una componente attiva (il bene che passa in proprietà dell'intermediario), mentre sul versante finanziario si determina un aumento delle entrate patrimoniali (il prezzo pagato dall'intermediario, e riscorro dall'ente pubblico cedente, al momento del trasferimento del bene), con conseguente miglioramento dei saldi.

In realtà, la sostanza delle cose non sembrerebbe cambiare per il solo fatto che la cartolarizzazione sia realizzata direttamente oppure mediante intermediari caratterizzati: da ciò l'impressione espressa dal-

---

[68] G. Colombini, *Cartolarizzazione dei beni pubblici e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio*, *cit.*, p. 92.

[69] A. Brancasi, *La cartolarizzazione dei beni pubblici di fronte all'ordinamento comunitario*, in *Aedon*, n. 1/2003. Si ritiene che quella che viene denominata "cartolarizzazione diretta" sarebbe, in realtà, una mera cessione.

la dottrina[70] che il ricorso alla "società veicolo" sia semplicemente un ingegnoso accorgimento di "finanza creativa" che consente di contabilizzare un miglioramento dei saldi di bilancio, in modo da renderli coerenti con i vincoli a cui essi sono sottoposti. Ci si è, quindi, chiesto se questo miglioramento è o meno rilevante per il rispetto del divieto di disavanzi eccessivi e delle regole del patto di stabilità interna e se esso consente di portare a buon fine l'intento di eludere tali vincoli.

Come si è ricordato, la normativa europea ricomprende nel settore amministrazioni pubbliche tutte le unità istituzionali che non producono prevalentemente beni e servizi per destinarli alla vendita, intendendo con ciò il fatto che questi non siano offerti in prevalenza gratuitamente o "a prezzi economicamente non significativi". Inoltre, affinché ricorra unità istituzionale è necessario che essa disponga di "autonomia di decisione nell'esercizio della propria funzione principale" e di "una contabilità completa" o della possibilità "di compilare una contabilità completa qualora gliene sia fatta richiesta".

Gli organismi che dispongono di contabilità completa "ma non hanno autonomia di decisione nell'esercizio della loro funzione principale sono assimilati alle unità istituzionali che le controllano". Sulla base di questa definizione, si è ricompreso nel settore amministrazioni pubbliche la Patrimonio dello Stato SpA, e le altre società interessate dal fenomeno. Conseguentemente le operazioni di cartolarizzazione, se per un verso migliorano indubbiamente i saldi del bilancio dell'ente pubblico a favore del quale sono effettuate, nel contempo peggiorano il disavanzo dell'aggregato amministrazioni pubbliche, che è rilevante ai fini dei vincoli comunitari, per cui l'intento di eluderli è destinato all'insuccesso[71].

In questi termini si è del resto espressa la Corte dei conti nell'audizione sul d.l. 63/2002 che è stato convertito dalla legge n. 112[72]. In tale occasione la Corte ha inoltre precisato che, anche nell'ipotesi in cui le società non dovessero essere ricomprese nel settore amministrazioni pubbliche, le operazioni di cartolarizzazione, pur non determinando un peggioramento del disavanzo del settore, non contribuirebbero comunque al miglioramento di tale saldo. Infatti, il regolamento (CE) 3605/93 del Consiglio ha precisato che per disavanzo o avanzo pubblico si deve intendere l'indebitamento o accreditamento netto ed ha, anche in que-

[70] A. Brancasi, *La cartolarizzazione dei beni pubblici, cit.*

[71] A. Brancasi, *La cartolarizzazione dei beni pubblici*, ibidem.

[72] Sez. Riunite in sede di controllo, Elementi per l'audizione sul "decreto legge n. 63/02", in www.corteconti.it.

sto caso, rinviato al SEC la determinazione delle modalità di calcolo di tale grandezza. In base al "Manuale sul disavanzo e sul debito pubblico" elaborato da Eurostat, l'indebitamento o accreditamento netto va calcolato senza tener conto delle entrate e spese derivanti da operazioni finanziarie, quali, rispettivamente, i prelevamenti e conferimenti di capitale dalle/alle società partecipate: conseguentemente le entrate che l'ente pubblico, a seguito della cessione dei beni, riceve dalla società partecipata vanno iscritte in bilancio tra i prelevamenti di capitale, poiché costituiscono una sorta di liquidazione del capitale della società, e di esse non è possibile tener conto nella determinazione dell'indebitamento o accreditamento. Anche per questo aspetto, quindi, ogni intento elusivo sarebbe destinato all'insuccesso.

Chiari i riflessi dell'applicazione di questi criteri sulle operazioni di cartolarizzazione di SCIP1 e SCIP2. L'Italia, del resto, durante la discussione che si è svolta prima della decisione Eurostat, aveva proposto che nel caso di cessione di attività non finanziarie il rapporto tra prezzo iniziale e valore di mercato fosse attestato al 50%[73]. Questo avrebbe, infatti, consentito di contabilizzare le operazioni di SCIP1 come cessione diretta, cioè vendita, con effetti positivi sul debito e sull'indebitamento. Il Ministro dell'Economia, nel contestare la decisione di Eurostat, ha sottolineato che la soglia dell'85% avrebbe aumentato il rischio per gli investitori e avrebbe indotto ad emettere, a fronte di cartolarizzazioni, titoli con merito di credito inferiore e scadenza più elevata. Il che è effettivamente avvenuto per SCIP2.

5.4.4. I risultati delle cartolarizzazioni degli immobili pubblici: il ruolo della "Cassa"

Per quanto si è sopra illustrato, non deve sorprendere che le operazioni di cartolarizzazione effettuate in Italia con SCIP1 abbiano determinato nel 2001 un peggioramento sia dell'indebitamento delle amministrazioni pubbliche che del debito pubblico. Infatti, nel 2001 l'indebitamento è aumentato di 6,8 miliardi di euro dovuti a 3,1 miliardi di proventi del lotto, 3,7 miliardi per l'intero valore di SCIP1, ed il debito di 5,3 miliardi, corrispondenti alle emissioni delle società veicolo per 3 miliardi per il lotto e per 2,3 miliardi per SCIP1. Si è registrato però un effetto positivo sui conti degli anni successivi realizzato, nel caso di

[73] Come ricorda G. Colombini, *Cartolarizzazione dei beni pubblici e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio*, *cit.*, 92.

SCIP1, al momento della loro effettiva vendita: 2 miliardi nel 2002 e 1,7 miliardi nel 2003.

Esiti peggiori si sono verificati con SCIP2. La gran quantità dei beni cartolarizzati può aver migliorato il bilancio corrente, apparendo come una voce di entrata, ma gli indennizzi da pagare agli acquirenti ed alla SCIP S.r.l. hanno determinato un aggravio anche per il bilancio statale, costretto a garantire il prestito di 800 milioni di euro ed a scontare la conseguente ristrutturazione del debito. Eurostat con decisione n. 65/2005 ha valutato negativamente l'operazione fatta dallo Stato italiano, imponendo una correzione al rialzo del valore dell'indebitamento espresso nel conto economico consolidato delle amministrazioni pubbliche. Infatti, le note vicende del rimborso del maggior prezzo pagato dagli acquirenti hanno comportato che questo fosse contabilizzato come un'accensione di un prestito e quindi come un incremento dell'indebitamento.

La decisione adottata dal vigilante europeo dei conti pubblici ha determinato l'annullamento del "prospettato miglioramento dei conti pubblici" presentato dallo Stato italiano con il conseguente peggioramento dell'indebitamento pubblico.

Le successive operazioni sugli immobili della Difesa (SCIP3) sembravano essersi arenate dopo la semplice emanazione del provvedimento con il quale il 23 gennaio 2004 è stato scelto il consorzio di collocamento dei titoli formato da Barclays Bank, Mediobanca e UBS. Il comma 263 della legge finanziaria per il 2007 ha poi imposto al Ministero della Difesa la consegna obbligatoria degli immobili alla Agenzia generale del demanio, entro il 30 giugno 2007 per un valore di 1000 milioni di euro entro il 31 dicembre 2007 per altri 1000 milioni, nonché entro il 28 febbraio e 31 luglio 2008 per un valore complessivo di 2000 milioni di euro[74]. Alla selezione per le operazioni di SCIP3 avevano partecipato sette consorzi per un totale di 22 banche. Il portafoglio di questa operazione non era costituito soltanto da immobili della Difesa, ma anche da immobili e terreni di proprietà dello Stato, di amministrazioni pubbliche e di altri soggetti controllati dallo Stato. Le vicende che hanno determinato il blocco di SCIP3 hanno ovviamente coinvolto tutti gli altri beni che facevano parte del portafoglio complessivo della cartolarizzazione, essendo gli immobili della Difesa la parte più consistente dell'intera operazione.

[74] V. Caputi Jambrenghi, *Beni pubblici ed interesse finanziario, op. cit.,* p. 185.

Va ricordato che la legge n. 311 del 2004 (legge finanziaria per il 2005) si era occupata specificamente degli immobili della difesa prevedendo al comma 433 che la Cassa Depositi e Prestiti concedesse al MEF una anticipazione finanziaria della quota del valore dei beni per un importo pari a 954 milioni di euro.

Il MEF avrebbe dovuto a sua volta provvedere al rimborso delle somme anticipate dalla Cassa, a valere sui proventi delle dismissioni, anche perché era stato previsto dalla stessa legge che i proventi delle dismissioni dovessero essere riassegnati al Ministero della Difesa su appositi fondi iscritti in bilancio. La norma prevedeva che detti immobili dovessero essere individuati dalla Agenzia del Demanio secondo la procedura standard dei decreti dirigenziali e successivamente consegnati al Ministero del tesoro per l'avvio della procedura di cartolarizzazione di cui alla legge n. 410 del 2001.

Il legislatore con la legge n. 156 del 2005, aveva disposto che, entro 120 giorni successivi alla pubblicazione dell'elenco dei beni immobili da dismettere, l'Agenzia del Demanio avrebbe dovuto provvedere alla ripubblicazione dell'elenco nella Gazzetta Ufficiale con l'indicazione del valore di base degli immobili stessi. A questo aveva fatto seguito l'accordo sottoscritto con la Cassa per l'anticipazione provvisoria dell'importo sopra richiamato, da versare nei fondi della Difesa.

Nonostante tutte queste disposizioni che garantivano in buona sostanza il Ministero della Difesa, l'operazione di cartolarizzazione è stata a lungo in stallo in ragione della difficoltà a determinare i limiti del potere del Ministero della Difesa di individuazione dei beni da sdemanializzare[75].

L'applicazione dei vincoli di finanza pubblica di matrice europea hanno fatto emergere la fragilità dell'insieme delle disposizioni che assegna alla privatizzazione del patrimonio pubblico mediante cartolarizzazioni la missione di determinare un effetto positivo sui saldi di finanza pubblica. Infatti, le SCIP svolgono un servizio finanziario per conto dell'amministrazione pubblica e non sono sinonimo di successo della dismissione, posto che il trasferimento immediato dei beni alla società veicolo, come disposto dalla legge n. 410 del 2001, non costituisce affatto garanzia di vendita affettiva.

[75] G. Colombini, *Cartolarizzazione dei beni pubblici e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio, cit.*

Analizzando le diverse operazioni[76], si è osservato che per SCIP1 l'operazione ha beneficato del fatto che si trattava di beni rientranti nel programma POC già predisposto dagli enti previdenziali, ma l'andamento effettivo delle vendite ha mostrato un rallentamento proprio in relazione alla sospensione del POC e l'avvio della cartolarizzazione. Complessivamente nell'anno 2002 gli incassi di SCIP1 hanno rappresentato il 75% degli obiettivi.

Quanto ai beni del PSC confluiti in SCIP1, è da rilevare che vi è stato un andamento delle vendite all'asta da considerare non del tutto positivamente, non soltanto per il rallentamento del programma dovuto alla necessità di dover esperire più di una gara (3 aste nel 2002 e una nel 2003), ma anche per il fatto che la procedura prevede un'asta successiva con uno sconto ulteriore del 10%. Il prezzo iniziale comunque è risultato largamente al di sotto dell'85% del valore di mercato (è stato pari al 62%) e dunque l'apporto della cessione è stato escluso dal calcolo dell'indebitamento netto. Per SCIP2, essendo il prezzo iniziale pari all'85%, si sarebbe dovuto verificare, in teoria, un miglioramento dell'indebitamento e dello stock di debito. Come si è già detto, non è andata così. La riduzione del prezzo di acquisto dei beni già venduti e da vendere ha comportato una serie di conseguenze come il prezzo differito negativo, la garanzia statale sul debito di 800 milioni contratto da SCIP S.r.l., la ristrutturazione del debito di SCIP2, che hanno portato Eurostat a valutare negativamente anche questa seconda operazione.

Del resto, il legislatore, mentre si preoccupa di trasferire immediatamente i beni alla società veicolo, non altrettanto si preoccupa di definire i costi impliciti delle operazioni di cartolarizzazione, quali, ad esempio, quelli derivanti dall'assenza di una norma che indichi almeno nel rinvio al contenuto necessario dei decreti ministeriali di conferimento alla SCIP s.r.l. un limite massimo per le spese finali. La mancanza di trasparenza nelle operazioni di cartolarizzazione non è tuttavia imputabile soltanto alla mancata disciplina dei costi impliciti, ma anche e soprattutto all'attuale modello amministrativo di ricognizione inventariale dei beni pubblici che non consente di verificare il rapporto costi/benefici, per la ragione che i dati forniti dal Tesoro si riferiscono a

[76] G. Colombini, *Cartolarizzazione dei beni bubblici e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio, cit.*

fattori disomogenei e privi di una chiara individuazione del valore dei beni conferiti[77].

La Corte dei conti nell'esaminare le cartolarizzazioni ha evidenziato che, nonostante il contratto di servizio 2004-2006 stipulato dal MEF con l'Agenzia del demanio, il censimento sul patrimonio immobiliare non ha dato una visione globale della consistenza del patrimonio pubblico, sia perché risultano censiti poco più del 50% dell'intero patrimonio, sia perché anche per quelli censiti manca una attribuzione di valore[78].

Del resto, non trasparenti appaiono le dismissioni dei beni immobili a trattativa privata. Guardando anche ai dati forniti dal Tesoro relativi alle vendite a partire da giugno 2005, emerge che per immobili ad uso diverso un ruolo cruciale è stato assunto da Fintecna nelle alienazioni in blocco a trattativa privata e nella facilitazione della cessione di immobili cartolarizzati e non optati dagli inquilini i invenduti a seguito di aste. Il MEF ha affermato che Fintecna, in qualità di immobiliarista, è una società libera di acquistare gli immobili. Ciò che si è puntualmente verificato a fine anno del 2005 per gli immobili che l'Agenzia del Demanio, si sensi dell'art. 11-quinquies legge n. 248 del 2005, ha venduto a trattativa privata, con il consenso delle amministrazioni utilizzatrici degli stessi immobili. Va semmai puntualizzato che Fintecna è interamente controllata dal MEF e che consistenti lotti di immobili pubblici sono stati acquistati da una società a totale partecipazione pubblica. Vanno poi rilevate la scarsa liquidità dei titoli e all'assenza di una garanzia statale esplicita per le emissioni di SCIP1 e per le prime operazioni di SCIP2. Per le operazioni di SCIP2 successive alla ristrutturazione del debito ed al prestito di 800 milioni di euro interamente garantito dallo Stato, la nuova serie di titoli ha usufruito indirettamente di tale garanzia con l'effetto che le emissioni di SCIP hanno finito per pagare un interesse superiore a quello standard del debito pubblico.

Si è generalmente rilevato, dunque, che le cartolarizzazioni sino ad oggi effettuate hanno determinato, pertanto, a seguito degli effetti di

---

[77] G. Colombini, *Cartolarizzazione dei beni pubblici*, *e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio, cit.*

[78] Alla scarsa trasparenza sugli effetti finanziari delle cartolarizzazioni si aggiungono anche questioni di legittimità delle procedure amministrative seguite per la concessione di sconti non dovuti agli inquilini per l'acquisto di immobili prima della loro formale individuazione come immobili di pregio. I dati riportati nella Relazione della Corte dei conti (*cit.*, pp. 235 ss.) sugli sconti concessi rilevano una perdita complessiva di 22 milioni di euro rispetto alla valutazione effettuata dall'Agenzia del territorio.

sovracollateralizzazione, costi di adempimento talmente elevati da rilevarsi un onere per il bilancio statale.

Al di là delle enunciazioni formulate nelle numerose leggi sulla privatizzazione del patrimonio pubblico, appare dunque evidente che gli obiettivi di risanamento della finanza pubblica sottesi a questo impianto normativo sono in realtà demandati a strumenti finanziari complessi, pensati per generare flussi di cassa *una tantum* e non per ridurre strutturalmente il debito.

Le analisi svolte sulle tre operazioni di SCIP s.r.l. hanno messo in evidenza un intento non dichiarato, quello di aggirare i rigidi vincoli comunitari posti ai conti pubblici. Si è tentato in particolare di spostare fuori dal bilancio statale la contabilizzazione di alcune spese, soprattutto trasformando in società per azioni soggetti od organismi pubblici, come è accaduto per la Cassa Depositi e Prestiti, erogatrice dell'anticipazione per le operazioni di SCIP3 e tolta dal "settore statale".

Va ricordato, del resto, che attraverso la Cassa Depositi e Prestiti sono state attuate storicamente anche articolate politiche di riduzione del debito pubblico[79] e tale finalità è stata perseguita tramite, tra l'altro, le dismissioni di immobili pubblici. Questi ultimi, come si è detto, conferiti a una SGR costituita dalla stessa Cassa.

Anche le successive disposizioni normative per la valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico di Stato, Regioni, Province e Comuni sono dettate dalla necessità del Governo di favorire il processo di dismissione e di alleggerimento del bilancio dello Stato dagli oneri di manutenzione ordinaria e straordinaria di beni pubblici dismessi dalle funzioni originarie o sottoutilizzati rispetto alle potenzialità che il mercato immobiliare offre. Si vedono, ad esempio, in particolare, l'art. 4, commi 17 e 18, del Decreto Legge 13 maggio 2011, n. 70 coordinato con la legge di conversione 12 luglio 2011, n. 106, l'art. 33 del Decreto Legge 6 luglio 2011 n. 98, coordinato con la Legge di conversione 15 luglio 2011, n. 11 e l'art. 27 del Decreto Legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito in legge 22 dicembre 2011.

Le disposizioni citate configurano procedure agevolate per l'inserimento dei su indicati beni dismessi o sottoutilizzati a programmi di valorizzazione da approvarsi, sotto il profilo urbanistico, con procedure agevolate ed accelerate, e prevede altresì un ruolo strategico dell'Agen-

[79] Sul ruolo della Cassa nelle politiche di riduzione del debito pubblico si veda M. Cardi, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012.

zia del Demanio e della Cassa Depositi e Prestiti a sostegno di iniziative congiunte fra Stato, Regioni ed Enti locali.

Non vi è dubbio, dunque, che un elemento fondamentale per la strategia della riduzione del debito sia stata l''uscita della Cassa Depositi e Prestiti dal perimetro della pubblica amministrazione[80].

Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. si presenta oggi come il soggetto risultante dalla trasformazione in società per azioni della Cassa Depositi e Prestiti quale amministrazione dello Stato, disposta dall'art. 5 del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito nella legge 24 novembre 2003, n. 362, normativa che ha completato un percorso avviato con il decreto legge 18 gennaio 1993, n. 8, seguito dal decreto legislativo 30 luglio 1999, n. 264, che ne aveva decretato la personalità giuridica pubblica, avviando un generale distacco dall'appartenenza dell'apparato ministeriale[81]. Si tratta come è evidente di insieme di *escamotages* contabili che rendono ancora più evidenti i limiti strutturali di queste operazioni, sia sul versante della trasparenza dell'azione amministrativa che sul versante dell'effettivo perseguimento dell'interesse finanziario.

5.5. La (falsa) cartolarizzazione pubblica italiana

Il termine cartolarizzazione viene usato a piè sospinto, da almeno quattro lustri, nella normativa di settore italiana, allorquando si descriva il fenomeno di tipo pubblicistico della cessione di attività, principalmente di natura immobiliare, appartenenti ad enti pubblici ovvero allo stesso Stato italiano[82].

---

[80] Sulla qualificazione soggettiva di Cassa Depositi e Prestiti si veda M. Cardi, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione, op. cit.*, specialmente 143-167.

[81] Il citato Decreto Legge n. 269 del 30 settembre 2003 ha determinato un notevole ampliamento del perimetro di operatività assegnato alla società, la cui attività vede affiancarsi al profilo tradizionale di supporto per le politiche di investimento degli enti territoriali quello innovativo basato su criteri di intermediazione finanziaria non bancaria e rivolto ad una più ampia platea di controparti, non meramente enti pubblici, anche se operanti per finalità pubblicistiche. Ciò anche per legittimare la collocazione della Cassa Depositi e Prestiti fuori dal perimetro della pubblica amministrazione, come osserva F. Bassanini, in *La nuova Cassa Depositi e Prestiti*, AREL, seminari 2009/I, Roma, 11 marzo, 2009.

[82] B. Martor, S. Thouvenot, *Partnership Agreements or the Revival of Public-private Partnership "a la Francaise*, in *International Business Law*

In tali casi, solitamente la cessione delle attività viene fatta a beneficio di un veicolo, per così dire di "natura pubblica" o, comunque, rientrante nella "sfera pubblica", il quale ha l'incarico di gestire gli stessi beni, in modo più ottimale di quanto non faccia un soggetto pubblico, la cui finalità principale è il perseguimento degli interessi pubblici e, solo strumentalmente, la gestione del patrimonio. Da tale punto di vista spiccano notevoli differenze fra cartolarizzazione "privata", quella che viene fatta solitamente sugli attivi dei soggetti vigilati, e quella pubblica. Nella cartolarizzazione privata, il cedente cede bensì da un punto di vista privatistico i propri beni ad un soggetto diverso, ed anzi la vendita deve essere una *true sale*. Tuttavia, la gestione dei crediti ritorna solitamente allo stesso cedente, attraverso il *servicing agreement*, il quale consente al cedente di ritornare ad essere gestore degli stessi attivi. Anzi, il *servicing agreement* risulta finanche necessario corollario della cartolarizzazione, in quanto il veicolo, di per sé soggetto vuoto, non avrebbe nemmeno le risorse finanziarie e tecniche per gestire alcunché.

Per contro, nella cartolarizzazione pubblica non è solo la cessione del diritto domenicale ad essere coinvolta, ma proprio la gestione ottimale dei beni a venire in rilievo. Il soggetto cessionario dei beni pubblici provvede a gestirli direttamente, o in chiave manutentiva, ovvero in una logica di dismissione. Il ruolo di *transferre* e *servicer*, dunque, vengono a fondersi nello stesso soggetto, il veicolo (ovvero la parvenza dello stesso): l'operazione rimane pubblica (in quanto il veicolo non viene solitamente "foraggiato" dal mercato, tuttavia un tale veicolo, avendo una vocazione specifica[83], dovrebbe meglio svolgere il proprio ruolo.

Nella cartolarizzazione pubblica il veicolo cessionario dei beni e gestore non sempre, ed anzi quasi mai, raccoglie capitale fra il pubblico al fine della sottoscrizione di titoli di debito, titoli che siano coperti dai beni ceduti. Mancando una emissione dei titoli, ed *a fortiori* risultando assente un *tranching*, con forte difficolta si può ritenere che l'operazione italiana, di tipo pubblico, di cartolarizzazione sia realmente tale. Ciò va detto da un punto di vista tecnico-finanziario, ma anche avuta presente la nuova disciplina della cartolarizzazione unionale, che vede nel *tranching* l'elemento essenziale della cartolarizzazione.

Journal, 2004, pp. 111-149.

[83] La sottoscrizione del capitale della società veicolo pubblica viene fatta, verosimilmente, da altro ente pubblico ovvero ente di natura economica (come ad esempio la Cassa Depositi e Prestiti) che abbia la dotazione patrimoniale sufficiente ad impiegare denaro per la sottoscrizione.

In tale scenario, si potrebbe ritenere che la cosiddetta cartolarizzazione pubblica italiana assuma caratteristiche, anche definitorie, di "factoring of a public nature", una cessione del credito o, meglio, di contratti di titolarità di beni, spesso pubblici, che di per sé non generano flussi e che dunque, anche rispetto ai *receivable* oggetto della *securitisation* privata, non rientrano nel parametro di una normale operazione di cartolarizzazione. Anzi, ad essere caustici, si può ritenere che nemmeno la causa di finanziamento manca, in quanto da un punto di vista contabile la "partita" si chiude con fondi comunque pubblici, versati dal veicolo al cedente. Pertanto, si potrebbe ritenere che la dinamica dell'operazione risponda ad una *causa gerendi*, una finalità di gestione del bene, traslata per ragioni di opportunità da un ente all'altro. Per contro, la causa di finanziamento, che è tipica del factoring, viene a mancare. Di tal via sembra del tutto assente la causa di investimento, questa sì ben presente nella tipica *securitisation*, in cui la finalità ultima dell'operazione è quella di collocare titoli sul mercato e, dunque, di finanziare il corrispettivo in tal modo.

In definitiva, l'espressione "cartolarizzazione" nel settore pubblico italiano potrebbe rispondere, meramente, ad esigenze di marketing internazionale dello Stato italiano[84], ovvero ad esigenze interne non giuridiche[85], volte a richiamare l'attenzione sul fatto che l'*agere* della P.A. in tema di beni pubblici è ottimale e non distratto. Infine, la medesima espressione rimanda ad auspicabili effetti positivi nei bilanci pubblici, da anni ritenuti essenziali per l'economia italiana.

5.6. Il veicolo, la cartolarizzazione e l'impresa acefala e remota

La natura del *conduit* presente nella cartolarizzazione degli immobili pubblici abbiamo visto essere centrale nelle politiche del legislatore italiano. Tuttavia, a ben vedere, la stessa è strutturalmente centrale anche nella cartolarizzazione in genere.

I veicoli e le cartolarizzazioni sono concetti strettamente connaturati fra di loro, sin da quando l'operatività delle banche si è estesa a queste

[84] Presso la comunità internazionale potrebbe risultare migliorata l'immagine dello Stato italiano, circa il modo in cui i suoi attivi sono gestiti.

[85] Ahimè, occorrerebbe usare il termine "elettorale". La "cartolarizzazione" potrebbe risultare un termine *"glamorous"*, in quanto di provenienza dalla finanza internazionale, dunque idoneo a rassicurare l'elettore circa il fatto che l'Esecutivo è "sul pezzo", gestisce in modo ottimale il proprio patrimonio, ed è sintonizzato sui grandi operatori internazionali.

operazioni. Il veicolo, poi, da una prospettiva italiana, ha attratto l'attenzione della dottrina, più che in ogni altro ordinamento, soprattutto di quelli che, nel presente lavoro, costituiscono di tanto in tanto il punto di osservazione. Ciò è verosimilmente dovuto alla presenza nell'ordinamento italiano di principi che storicamente associano ad una persona giuridica con bassa capitalizzazione un fattore di sospetto di tipo giuridico, e di diffidenza di tipo psicologico.

Sulla scorta di tale osservazione, si è dimostrato che la Legge 130 rafforza, da un punto di vista legislativo, i principi di separatezza patrimoniale del veicolo. Dal punto di vista di osservazione di Oltremanica, il cui diritto principale – quello anglo-gallese – viene additato quale modello in cui si è sviluppato tale separatezza, si è osservato che in realtà la tanto decantata separatezza patrimoniale è concetto di natura contrattuale, e non legislativo, la quale discende dall'equilibrio delicatissimo fra oggetto sociale definito (con conseguente riduzione del rischio di operatività con creditori che non siano, meramente, i portatori dei titoli[86]) e rafforzata professionalità di soggetti professionisti chiave

[86] Si rimarca ancora, come fatto in altra parte del lavoro, che nella legislazione britannica il *Companies Act 2006*, dunque il codice delle società di Oltremanica, non ha modificato la propria disciplina in tema di *SPV* britannica, prevedendo una separatezza patrimoniale di tipo legislativo. La separatezza è meramente contabile, di talché appare meno problematica, Oltremanica, in raffronto con l'Italia, la configurazione di un fallimento della *SPV*. Il veicolo fallirà o nel caso di insolvenza connessa dei titoli e/o ove il veicolo fosse dichiarato fallito per inadempienza delle proprie obbligazioni. Per contro, in Italia, ove vi è un chiaro principio di separatezza legale, le ipotesi sarebbero molto più complesse e quasi paradossali. La *SPV* potrebbe continuare ad operare, perché adempie le proprie obbligazioni, laddove gli attivi, in quanto ciascuno di essi è separato, possono essere dichiarati insolventi, in quanto gli attivi non riescono a soddisfare i sottoscrittori dei titoli cartolarizzati. In altre parole, la legge italiana, nel creare un patrimonio separato, non può far altro che aver complicato lo scenario e le ipotesi configurabili, nel caso di insolvenza di ciascun "nucleo" degli attivi del veicolo (*ergo*, ciascun patrimonio separato *versus* il patrimonio proprio della società). Fin dall'inizio della emanazione della disciplina italiana, la dottrina ha preferito sposare la tesi che la Legge 130 implementi un meccanismo non già di mera segregazione, piuttosto di vero e proprio patrimonio separato: separato rispetto al quello della società; separato quello di ogni patrimonio l'uno l'altro. Cfr. D. Galletti, G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.*, p. 127.

Viene affermato (ibid) che "i crediti ceduti non vengono solo "segregati" a garanzia dei sottoscrittori, ma entrano a far parte di un vero e proprio patrimonio separato, ove ciò che li sostituisce a sua volta resta "intrappolato"

dell'operazione, quali la *credit rating agency* e coloro che sottoscrivono la *legal opinion*.

L'ordinamento italiano che pure aveva gli stessi strumenti contrattuali e societari per realizzare tale obiettivo ha invece utilizzato la via legislativa, con creazione della separatezza patrimoniale, rigida (ma non senza incertezze interpretative, come già visto), fra patrimoni della società e singoli patrimoni di ciascuna delle operazioni di cartolarizzazione. Dunque, il legislatore italiano ed i suoi interpreti sono stati più realisti del re, proverbialmente, e sono andati a costruirsi il negozio di cartolarizzazione, nell'ambito di una legge speciale, senza lasciarlo agli strumenti contrattuali comuni.

L'ipertrofia normativa caratterizza l'Italia da tempo, ma in questo caso la legge, forse non necessaria, è stata l'occasione per l'introduzione di un quadro legislativo *ad hoc* di profondo favore verso l'operazione ed i suoi attori. La notifica a mezzo pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, utile a rendere la cessione opponibile[87], ne costituisce l'esempio più lampante. Si è anche visto che in alcuni casi l'ordinamento italiano è andato anche oltre quello che, *de minimis*, più recentemente ha fatto il Regolamento Cartolarizzazioni. L'esenzione da revocatoria dei pagamenti dal ceduto al cessionario ne costituisce l'esempio più lampante. Questa, prevista nella legge domestica sulle cartolarizzazioni, è del tutto assente nella normativa di Bruxelles. Il chiasmo fra disciplina europea ed italiana, sullo specifico punto, ha anche dato luogo ad una lacunosa disciplina in tema di revocatoria fra cedente e cessionario: in questo caso i termini del periodo sospetto sono, sin dalla data di entrata in vigore della legge, semplicemente ridotti.

Per contro, è proprio la legislazione europea ad aver prodotto, con il Regolamento Cartolarizzazioni, un microcosmo di regole, più logiche (quanto meno in tema di *claw-back rules*), peraltro, in cui, per le cartolarizzazioni STS, nei rapporti fra cedente e cessionario vi è esenzione da revocatoria, salvo che il negozio posto in essere abbia finalità fraudolente. Tale sistema di regole si applica attraverso un meccanismo di disapplicazione, come detto. Al di là del *modus*, resta meglio e più logicamente adattata alle esigenze della cartolarizzazione la nuova definizione di esenzione da revocatoria fra "originatore" e veicolo, di

---

nella stessa area ripartita, senza confondersi né con le altre né col patrimonio generale della SPV."

[87] Rispetto a questa dinamica, il Regolamento Cartolarizzazioni assume un ruolo totalmente neutro.

quanto non sia la disciplina domestica, non felice adattamento di quella unionale.

In merito al veicolo ed al suo enigmatico – da un puto di vista giuridico - ruolo[88], mentre nell'ambito della Legge 130 si è discusso circa la sua qualifica imprenditoriale[89], nel nuovo testo unionale in vigore dal 2019 la tematica appare meno rilevante. In primo luogo, il testo legislativo dell'Unione Europea in tema di cartolarizzazione assume una posizione "neutra" rispetto al *conduit*. In un Regolamento Cartolarizzazioni che si fonda sul "marchio doc" STS, un legislatore che avesse voluto brandire nemmeno la scimitarra, ma semplicemente il fioretto, avrebbe previsto, per coerenza, la struttura *pay-through* quale unica forma possibile per tale "marchio doc": scelta, forse, che sarebbe risultata troppo distonica rispetto a prassi che vedono il modello *pass-through*, basato sul *trust*, molto usate soprattutto Oltremanica. In secondo luogo, la disciplina europea è la sintesi di diverse culture e tradizioni giuridiche[90].

Sebbene non vi sia dubbio che l'attività del veicolo sia quella di intermediazione fra credito e raccolta (di per sé imprenditoriale)[91], non

---

[88] Trattasi di soggetto palese, da un punto di vista societario, non occulto, eppure un "infante", che non sa parlare, né camminare da sé, in quanto abbisogna di altri soggetti ed altra *documentation*, quelli che costituiscono il negozio di cartolarizzazione.

[89] Pur essendo società di capitali con uno scopo limitato, il fatto che l'acquisto possa essere per molteplici operazioni fa sì che, da una prospettiva italiana, al quesito circa la sua imprenditorialità è stata solitamente data una risposta positiva. Non è una *societas unius negotii*, come sottolineato dalla dottrina in passato (*ex plurimis*, G. Guerrieri, *op. cit.,* p. 150), ma le attività che svolge, di mera gestione operativa dei beni e con l'ausilio di così tanti soggetti (dal *servicer* che è solitamente l'*originator*, al *corporate services provider*) sono tali, si ritiene, che la qualifica imprenditoriale, data per scontata in passato, (*ibidem*, p. 150), dovrebbe essere in realtà rimeditata, proprio in ambito italiano. Non è un caso che l'operatività di veicoli a bassa capitalizzazione sorge in ordinamenti quale quello anglo-gallese ove il concetto di imprenditore non è ravvisabile, né è discusso.

[90] È ben noto e si è accennato che il *trust* è, alla fine, stato introdotto in Italia dalla legge 9 ottobre 1989, n. 364 (entrata in vigore il 1° gennaio 1992) che ha recepito la Convenzione dell'Aja del 1985. Fra i commenti più convincenti sullo schema del trust, cfr. I. Beneventi (a cura di), *I trusts in Italia oggi*, Milano, 1996; M. Lupoi, *Trusts*, Milano, 1997; M. Lupoi, *Il trust nel diritto civile*, Milano, 2004.

[91] Nella definizione di veicolo, di cui al Regolamento Cartolarizzazioni, è enfatizzato il carattere di attività speciale, di una o più operazioni di

sembra nemmeno potersi affermare che il vero imprenditore, di fatto, sia costituito dall'*arranger* [92]il quale, con le sue diverse propaggini operative, a volte esse stesse società (*servicer*, che è lo stesso *originator, corporate services provider*, ed altri), consente alla società cessionaria di operare. Senza un *arranger* e tutti gli attori della cartolarizzazione che il primo indirizza e dirige, la società cessionaria di per sé non sembra in grado di operare e, dunque, una qualifica quale imprenditore appare non così immediata.

La scelta del legislatore unionale di far riferimento, oltre che ad una società, anche ad un *trust* "ovvero ad un altro soggetto", conferma l'opportunità, adombrata in dottrina più di quattro lustri addietro, proprio in coincidenza con l'emanazione della Legge 130, che proprio quella (allora nuova) disciplina giustificava l'introduzione ed il riconoscimento legislativo del *trust*[93]. D'altra parte, il riferimento agli altri soggetti conferma che il carattere del Regolamento Cartolarizzazioni è meramente regolamentare, e non pare mai disciplina di carattere sostanziale[94], nel suo riflesso sugli ordinamenti nazionali, anche se è chiaro che una serie di "indicazioni" di principio sono inferibili[95].

---

cartolarizzazioni, ed in via esclusiva "alla realizzazione di tale obiettivo" (art. 2, par. 1, 2), Regolamento Cartolarizzazioni. La stessa struttura "è volta a isolare le obbligazioni [del veicolo] da quelle del cedente" (*ibid*).

Alla luce della definizione di veicolo potrebbe porsi ora più di qualche dubbio circa il carattere imprenditoriale, *rectius* non imprenditoriale, di tale soggetto. Si potrebbe parlare di entità prive in realtà di un oggetto, in quanto l'operatività scende al di sotto del *minimum* richiesto.

[92] Dunque, come sottolineato in varie parti del presente lavoro, chi organizza l'operazione di cartolarizzazione, solitamente una banca d'affari.

[93] Cfr. F. Di Ciommo, *Per una teoria negoziale del trust (ovvero perché non possiamo farne a meno)*, *cit.,* pp. 630-640.

[94] La possibilità che si arrivi ad una disciplina comune della cartolarizzazione, se da un lato risulta suggestiva, dall'altro potrebbe scontrarsi con una esigenza di salvaguardia dell'industria nazionale delle cartolarizzazioni di ciascun Paese Membro. Si ripete che al momento il Regolamento Cartolarizzazioni ha soltanto funzione regolamentare.

[95] Ancora, in questo lavoro, si è evidenziato che il legislatore di Bruxelles ha in mente una disciplina della revocatoria fallimentare nella cartolarizzazione in cui è solo il negozio fraudolento di cessione a poter essere revocato, nel caso di fallimento del cedente, laddove l'esenzione del pagamento da parte del debitore ceduto non alberga nella *sedes materiae*. Si è detto anche della nozione di cartolarizzazione, ove l'elemento della cessione del credito retrocede rispetto al concetto nuovo di trasferimento del rischio dal cedente al soggetto (società, fiduciario o altro) che a sua volta emette i titoli che sono

Si è criticata nel presente lavoro la decisione del legislatore unionale di aver introdotto un principio di *retention requirement* che è forse non pienamente in linea con il concetto di cartolarizzazione STS. Il requisito, che di per sé è finalizzato ad allineare gli interessi tra gli investitori ed i promotori della cartolarizzazione, in particolare l'*arranger*, è forse esteso oltremodo sull'*originator* anche, laddove il vero allineamento fra interessi degli investitori e quello dei *securitizer* si realizza attraverso la partecipazione al capitale del veicolo di chi struttura l'operazione, l'*arranger*. È solo a questi che dovrebbe applicarsi il requisito del *retention requirement*. Con l'occasione si può anche criticare il Regolamento Cartolarizzazioni per applicarlo anche a strutture che, già dotate di *tranching*, non hanno insita nella loro filosofia alcun rischio di modello *"originate-to-distribute"*: si fa riferimento ai *non-performing loan*. Per questi si porrebbe, al massimo, un tema di *due diligence*, il quale infatti è previsto e disciplinato nel Regolamento Cartolarizzazioni. Più in generale è apprezzabile che siano state introdotte regole di *"retention"*, il quale nasce come reazione alle controverse operazioni realizzate negli USA, note come *subprime mortgage*, assurte all'onore delle cronache nel 2007/2008[96].

Si potrebbe, dunque, parlare, per la *SPV* come anche per tutti gli altri veicoli o *conduit* usati per finalità di finanza strutturata, di attività di "impresa derivata", in quanto è un altro soggetto (o un complesso di soggetti) ad esercitare la stessa[97], laddove il veicolo è un centro di imputazione formale degli atti negoziali (*rectius* di parte di essi) e di quelli di impresa[98]. Tuttavia, un tale peculiare imprenditore è diverso da quello

---

coperti dagli attivi ceduti. Sebbene questa non costituisca una definizione privatistica, è chiaro il favor del legislatore di Bruxelles verso una dimensione molto dinamica e tecnologica del negozio in parola.

[96] Ancora, il *retention requirement* avrebbe dovuto essere, logicamente, *cum grano salis*, in quanto avrebbe dovuto essere disapplicato nelle cartolarizzazioni dei *non-performing loans*. Questo aspetto non sembra essere evidenziato, a quanto consta, dalla dottrina italiana.

[97] Nella stessa manualistica italiana (per tutti, F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia delle società*, *cit.*; AA.VV., *Diritto commerciale. III. Diritto delle Società*, a cura di M. Cian, Torino, 2017) non vi è una specifica analisi del veicolo, quale autonomo *genus*, piuttosto una disamina del modello societario italiano al medesimo più congegnale: la società a responsabilità limitata.

[98] Sul concetto di imputabilità dell'attività di impresa, si richiama volutamente un riferimento bibliografico non recente: C. Angelici, *Diritto commerciale. I*, Bari, 2002. L'Autore sottolinea: "Ben più delicato è il problema riguardante (non tanto l'individuazione oggettiva dell'impresa,

occulto, in quanto in quest'ultimo caso vi è bensì un *dominus* remoto giuridicamente, ma di fatto vicinissimo, se non fuso ed integrato, con l'impresa, tanto da influenzarne gli atti[99].

Nel caso del veicolo si potrebbe parlare di "imprenditore remoto" in relazione ad un'entità opaca[100], anzi forse di "impresa remota e opa-

---

quanto) i termini di riferimento soggettivi dell'attività imprenditoriale e della sua specifica disciplina. La constatazione stessa che tale disciplina si puntualizza sull'attività in quanto tale, distinguendone il regime da quello dei singoli atti, pone l'interrogativo se e in che senso i criteri di imputazione della prima possono distinguersi rispetto a quelli consueti per i secondi" (*ibidem*, p. 52).

[99] Per la disamina della teoria dell'imprenditore occulto, si fa riferimento ovviamente a W. Bigiavi, *L'imprenditore occulto*, Padova, 1954. Cfr. anche P. Spada, *Impresa* (voce), in *Digesto. Discipline privatistiche. Sezione commerciale*, ed. IV, Vol. VII, Torino, 1992: G. Oppo, *Realtà giuridica globale dell'impresa nell'ordinamento italiano*, in *Rivista di diritto civile*, 1976, pp. 591 ss.; P. Spada, *Questioni e casi di diritto commerciale*, Padova, 2010, *passim*.

Più recentemente (N. Rondinone, *L'imprenditore, l'impresa e l'azienda*, in *Diritto commerciale*, a cura di L. De Angelis, II ed., Milano, 2020, pp. 1-102) viene descritta la dinamica dell'imprenditore occulto nel seguente modo:

"Un soggetto A (come ipotesi primaria una singola persona fisica, ma potrebbe anche trattarsi di una persona giuridica o di un ente non personificato) incarica altro soggetto B di esercitare un'attività d'impresa per conto e nell'interesse di A, ma con l'accortezza di non far figurare quest'ultimo in alcun atto giuridico inerente a tale attività" (*ibidem,* 32).

È ben noto che la teoria dell'imprenditore occulto non sempre ha incontrato il favore della giurisprudenza e le critiche allo stesso istituto sono state serrate, anche se, dato più importante, è ormai la stessa normativa concorsuale a riconoscerlo, all'art. 47, comma 5, Legge Fallimentare del 1942, e all'art. 24, comma 1, Decreto Legislativo, 270 del 1999. Cfr. A. Cetra, *L'imputazione dell'impresa*, in *Diritto commerciale. I. Diritto dell'impresa*, a cura di M. Cian, Torino, 2017, pp. 94-95, particolarmente p. 103. Per una analisi della teoria generale dell'imprenditore, cfr. M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale. I. Diritto dell'impresa*, Torino, 2017.

[100] Sulla dogmatica dell'impresa come fattispecie, si rimanda per tutti a G. Oppo, *L'impresa come fattispecie, Diritto dell'impresa. Scritti giuridici,* I*,* Padova, 1992, pp. 239-240. L'Autore sottolinea:

"Fattispecie è l'impresa, non l'imprenditore: nozione, quest'ultima, che attiene, sia come riflesso della paternità della fattispecie, sia come sintesi dei momenti della disciplina, alla sfera dell'effetto. Tanto basta per riconoscere all'impresa il carattere di nozione originaria e di nozione primaria rispetto a quella di imprenditore e per sfatare la diversa valutazione ancora stranamente

ca"[101]. Il *dominus* non è occulto, a differenza di quello caro al diritto societario e concorsuale italiano, in quanto esiste. Tuttavia, a gestire l'attività del veicolo, da punto di vista imprenditoriale è non un *dominus* soggetto[102], quanto un meccanismo complesso, dinamico: l'operazione di cartolarizzazione ed il complesso di attività, soprattutto *documentation*, contratti articolati, che ne discendono[103]. La *SPV* sembra funzionare con un "autopilota", con una ragia remota, in cui tutto è stabilito *ex ante*, sulla base di contratti: i casi non previsti sono gestiti, a seconda della rilevanza, dal *servicer*, dal RON ovvero, per i casi rilevanti, dagli investitori. Di qui l'esigenza di parlare di una "impresa remota" (che gestisce, ma senza avere realmente un vero imprenditore) ed impresa "opaca" (che viene gestita), opaca anche perché, quale veicolo, realizza appieno la disintermediazione bancaria, in quanto

---

diffusa. Che il codice definisca l'imprenditore non dovrebbe ingannare nessuno sul reale rapporto tra i due concetti normativi, giacché l'imprenditore è definito (né potrebbe essere diversamente) in funzione (dell'esercizio) dell'impresa; anche terminologicamente e topograficamente l'impresa "precede" l'imprenditore(titolo II del libro V: "Del lavoro *nell'impresa*" capo I: "*Dell'impresa* in generale" sezione I: "*Dell'imprenditore*")".

[101] Questa impresa remota ed opaca potrebbe essere non il veicolo, ma un soggetto o finanche oggetto che opera *aliunde*. Ciò contrasta alquanto con la tesi, avanzata con forza in sede di primo commento alla disciplina della Legge 130, secondo cui il carattere imprenditoriale del veicolo discenderebbe dalla possibilità, che vi è in Italia, a differenza dello *statute* anglo-americano, "di costituire una società destinata ad effettuare più cartolarizzazioni nel tempo, addirittura concepita in prospettiva come "società di servizi" ossia come soggetto che organizza il mercato servizi di cartolarizzazione" (D. Galletti, G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.*, pp. 146). È vero che questi Autori mettono in luce il fatto che l'imprenditore non cessa di esistere, ove operi attraverso institore. *Mutatis mutandis*, sottolineano gli Autori, la presenza di diversi contratti di servizi, che costellano la cartolarizzazione, non dovrebbe far cessare la natura di imprenditore della *SPV*. In questa sede, ed in particolare in questo Capitolo, si ribatte che non è che si contesti la natura di imprenditore del veicolo, quanto piuttosto che, alla luce della sua natura di pilota automatico, che opera meccanicamente sulla scorta di input esterni, è difficile negare l'esistenza di un'impresa remota ed attiva, che si affianca a quella opaca e passiva, l'attività che il veicolo effettua passivamente.

[102] Di qui l'esigenza di parlare di impresa, piuttosto che di imprenditore.

[103] La *SPV*, ad utilizzare quale paradigma della cartolarizzazione la formula *pay-through*, è al centro dell'universo della cartolarizzazione, eppure a ben guardare è spettatore, più che attore. Il negozio di cartolarizzazione viene gestito *aliunde*.

soggetto non bancario. Una tale impresa che fa da sfondo al veicolo, quest'ultimo punta di un gigantesco iceberg che galleggia, con altri, nei mari freddi ed algidi della finanza, ha caratteristiche remote, in quanto da un lato la *SPV* "pilotata" è lontana e, formalmente, autonoma, ed è essa stessa – l'impresa remota - un oggetto, in quanto, piuttosto che ad un soggetto, la stessa fa riferimento, in una dimensione più oggettiva, a documenti e ad articolati di rapporti contrattuali e negoziali, ma non ad un imprenditore[104].

Nel contesto giuridico italiano, ove si è arrivati a prevedere una separatezza di tipo legislativo, non può non ipotizzarsi che, stante la assenza di una qualifica di imprenditore, ma anche alla luce del fatto che nell'ordinamento italiano vi è una separatezza patrimoniale non mera-

[104] Ovviamente, quanto a tale possibile nuova categoria dell'imprenditore remoto che sia una "macchina" ed una *"documentation"*, rimangono gli angoscianti dubbi circa la fallibilità. Con la teoria dell'imprenditore occulto, il *dominus* fallisce sempre nel caso di fallimento del prestanome, in quanto vi è una "piena parificazione sul piano di responsabilità di impresa di chi agisce di fronte ai terzi e di chi sta dietro le quinte" (G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. 1. Diritto d'impresa*, 6° ed., 2012, Milano, p. 91), ciò alla luce, nella legge fallimentare del 1942, dell'art. 147, comma 2, poi confluito nel comma 5 dello stesso articolo, introdotto dal D. Lgs. 9 gennaio 2006, n. 5, il quale stabilisce un'estensione del fallimento nell'eventualità in cui, dopo la dichiarazione di fallimento di un imprenditore individuale, risulta che l'impresa è riferibile ad una società di cui il fallito è socio illimitatamente responsabile (Giuseppe Ferri, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici, G.B. Ferri, XVI ed., Milano, 2019, p. 63. Viene fatto notare correttamente (*ibidem*, p. 62) che "la responsabilità, e dunque la soggezione al fallimento, del c.d. imprenditore occulto, può essere fatto distinguendo l'agire *per mezzo di altri*, per mezzo cioè di un gestore, dall'agire *sotto nome altrui* e dunque attraverso un prestanome: l'imprenditore occulto, infatti, non agisce per mezzo dell'imprenditore palese, così come l'imprenditore palese non agisce da gestore, e dunque per conto dell'imprenditore occulto, quanto piuttosto è quest'ultimo che agisce sotto il nome dell'imprenditore palese, che non rappresenta altro che un prestanome".

Nel concreto, una volta che si configuri la macchina dietro il veicolo quale impresa occulta, più difficile sembra immaginarsi la sua fallibilità per non totale coerenza con i presupposti soggettivi della dichiarazione di fallimento ovvero della più recente nomenclatura della Legge sulla crisi dell'impresa, a meno che non si arrivi a configurare quale imprenditore occulto l'*arranger*.

Per una disamina della teoria dell'imprenditore occulto, cfr. anche A. Pavone La Rosa, *La teoria dell'"imprenditore occulto" nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Rivista diritto civile*, 1967, I, pp. 623 ss.

mente contrattuale e statutaria[105], il veicolo, anche al fine di confermare il carattere regolamentare della disciplina – italiana - in parola, potreb-

[105] Ciò peraltro sembra anche coerente con l'inciso del Regolamento Cartolarizzazioni, di cui all'art. 2, par. 1, 2), il quale enfatizza che la struttura del veicolo deve essere "volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente". Un tale "isolamento" resta vago quanto a natura, dovendosi forse ritenere che, *de minimis*, possa essere sufficiente quello contabile e contrattuale, e non anche quello legislativo, scelta quest'ultima, *repetita iuvant*, adottata dal legislatore italiano. Appare chiaro, che il legislatore italiano abbia scelto, fin da subito, lo strumento del patrimonio destinato, piuttosto che della separatezza patrimoniale come sottolineato più volte nel presente lavoro. Una conferma ulteriore di ciò è data dal fatto che, in Italia, la Legge 130, all'art. 3, comma 2, fa riferimento a "ciascun patrimonio" oggetto di cartolarizzazione, piuttosto che al coacervo di patrimoni cartolarizzati, ciascuno dei quali è "separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni". La infra-separatezza dei diversi patrimoni è uno degli argomenti che possono confermare l'accentuato elemento di patrimonio destinato. *De lege ferenda*, il regime patrimoniale cui meglio dovrebbe ispirarsi il legislatore italiano in merito al rapporto fra patrimoni di pertinenza del veicolo e patrimonio della società è quello di cui al TUF, in particolare il rapporto fra patrimonio dell'intermediario e patrimonio del cliente. Il legislatore "finanziario" stabilisce che l'intermediario possa "utilizzare nell'interesse proprio o di terzi" gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. Viene in proposito osservato (R. Costi, *Il mercato mobiliare*, 11° ed., Torino, 2019, p. 156) che l'intermediario finanziario "non potrà dare in pegno ad una banca tali strumenti per operazioni effettuate per proprio conto anche se ai relativi proventi fosse convenzionalmente associato il cliente, a meno che non intervenga un espresso consenso scritto del cliente stesso" (*ibidem*). *Mutatis mutandis*, in una "riformanda" disciplina della Legge 130 si potrebbe parlare di separatezza patrimoniale, piuttosto che di patrimonio separato, concetto che fa scaturire più di qualche equivoco. Il concetto di separatezza patrimoniale, come per le società di investimento, gioverebbe alquanto nel caso di insolvenza del veicolo, così come attualmente avviene in tema di insolvenza dell'impresa di investimento. Viene infatti osservato, con riferimento a queste, che "la separatezza assume concreta rilevanza soprattutto in caso di insolvenza della banca o dell'impresa di investimento e l'art. 91 del T.U. bancario cerca di assicurare pratica attuazione a quel principio imponendo la restituzione degli strumenti finanziari ai singoli clienti quando ne sia possibile l'individuazione, nei confronti sia del patrimonio dell'intermediario sia di quelli degli altri clienti; e prevedendo, nell'ipotesi in cui sia possibile la prima e non anche la seconda, la ripartizione degli strumenti finanziari, per i quali non sia stata possibile l'attribuzione individuale, in proporzione al credito per il quale ciascuno dei

be essere assoggettato ad un regime di controllo societario maggiore, tale che lo stesso "goda" di una forma societaria *ad hoc*, con specifici controlli. Ovviamente, ciò potrebbe aggravare i costi del negozio di cartolarizzazione, anche se un tale regime *ad hoc* sembra coerente con quel "rigore" che, con la separatezza patrimoniale di tipo legislativo, si è voluto attribuire al veicolo proprio in Italia.

Le cartolarizzazioni, negli ultimi decenni, hanno beneficiato di un processo espansivo che le ha portate ad allargarsi, nell'ambito delle *"regulated entities"*, a soggetti quali gli assicuratori e i fondi pensione i quali storicamente ne rimanevano estranei[106]. Nell'ambito dell'Unione, la possibilità anche per un assicuratore, come anche di un riassicuratore, di trasferire gli attivi alla *SPV* è codificato nella Direttiva 2009/138[107], (la *Solvency II* o *Solvency II Directive*), la quale ha sostituito la Direttiva 2005/68[108] (*Re-insurance Directive*).

La *Solvency II*, a partire dal 1° gennaio 2013, ha l'obiettivo di armonizzare il trattamento dei rischi trasferiti ai veicoli, *SPV*, i quali vengono anche chiamati SII *SPV*[109]. In sostanza, in Europa, tutte le attività bancarie, finanziarie ed assicurative sono "cartolarizzabili", e nulla previene la relativa *entity*, quale *originator*, di trasferire gli attivi ad un veicolo il relativo rischio.

Tale rischio, a causa dei diversi fattori, fra cui l'ambiente, le caratteristiche della struttura organizzativa e le variabili interne,[110] potrebbe essere non totalmente coerente con lo scopo sociale. Lo *shadow banking* arretra sempre di più, pertanto, alla luce del fatto che tali attività sono ora ben disciplinate.

---

clienti è stato ammesso al passivo" (R. Costi, *Il mercato mobiliare*, 11° ed, *op. cit.*, p. 156).

[106] V. Lemma, *The Shadow Banking System*, *op. cit.,* p. 86.

[107] In inglese, "Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)" [2009] OJ L 335/1.

[108] In inglese, "Directive 2005/68/EC of the European Parliament and of the Council of 16 November 2005 on reinsurance and amending Council Directives 73/239/EEC, 92/49/EEC as well as Directives 98/78/EC and 2002/83/EC (Re-insurance Directive)" [2005] OJ L 323/1.

[109] Cf European Commission, 'Green Paper Shadow Banking' (2012) Brussels, March 19th, 2012, COM(2012) 102 final, 10. Il veicolo utilizzano nella cartolarizzazione assicurativa gode anche di una propria definizione, all'art. 13(26) della Solvency II.

[110] Ibid 88.

Ciò nondimeno, nel presente lavoro si è dimostrato che, malgrado il processo di legiferazione che ha investito la cartolarizzazione, i profili più fondamentali dell'impresa, della sua imputabilità e responsabilità, possono rappresentare le nuove tematiche irrisolte della cartolarizzazione. La vera impresa che sta dietro la cartolarizzazione, si ripete, sembra essere un complesso di *paperwork*, di carte ed adempimenti, e di *documentation*, dunque di contratti e negozi, spesso fra di loro strettamente collegati[111].

Il nuovo Regolamento Cartolarizzazioni, pur nel pregevole obiettivo di creare una "città del sole" dei titoli cartolarizzati semplici, trasparenti e standardizzati, i quali dovrebbero beneficiare, quanto meno astrattamente, investitori altrimenti esposti, potrebbe non aver realizzato il vero obiettivo di una *regulation* virtuosa[112]. Non solo, rimane da dimostrare tuttora se un tale nuovo regime, con i relativi costi che ne conseguono, possa ritenersi giustificato[113].

Al di là dell'utopistico proposito, temi angoscianti, piuttosto che certezze, discendono dalla cartolarizzazione e dallo *"statute"* che proviene da Bruxelles: chi sia il vero imprenditore nell'ambito di un'operazione

---

[111] Casi di fallimento ovvero, secondo la nuova nomenclatura, liquidazione giudiziale di veicoli non sono ravvisabili, quanto meno in Italia, per *conduit* costituiti ai sensi della Legge 130. Non vi sono, a quanto consta, casi di insolvenza della *SPV* né vi sono casi di insolvenza degli attivi rispetto ai sottoscrittori dei titoli, ipotesi che sembrerebbe possibile, ove, a ritenere il patrimonio oggetto di cartolarizzazione patrimonio separato giuridicamente (e non solo contabilmente), i sottoscrittori dei titoli, insoddisfatti nel pagamento delle cedole, dovessero presentare una istanza di insolvenza. È comunque indubbio che il fallimento del veicolo lascerebbe aperte diverse tematiche circa il ruolo vero, di impresa, di quanto è dietro l'operatività dello stesso: un tale apparato, essendo costituito da documenti e contratti, appare poco rientrante nel concetto di impresa, eppure predetermina l'attività del veicolo e tutta la sua operatività.

[112] Da ultimo in Italia, sulle caratteristiche della *regulation* virtuosa in ambito bancario, cfr. S. Amorosino, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, 2018. Già nei primi commenti alla normativa italiana sulla cartolarizzazione si sottolineava come vi fosse fondamentalmente un *continuum* fra diritto ed economia, nel senso che non possono essere esaminati il *legal framework* se prima non sono comprese le premesse economiche. Cfr. V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, *cit.,* p. 11.

[113] Sugli aspetti di *regulation*, si rimanda a livello internazionale a M. Andenas, I. H-Y Chiu, *The Foundations and Future of Financial Regulation: Governance for Responsibility*, London and New York, 2013.

di questo tipo[114]; se questa serie di contratti e documentazione che sta dietro il pilota automatico del veicolo possa considerarsi una impresa e, se sì, se questa sia una nuova forma avanzata, ma anche inquietante, di impresa retta da una "macchina". La nuova *regulation* in tal senso, potrebbe essere uno specchio per le allodole, la quale da un lato accontenta l'investitore, il quale si crogiola ora nella certezza illusoria che il suo investimento in titoli cartolarizzati sia "sicuro"[115], dall'altro abbassa una cortina di ferro dietro una realtà societaria ed imprenditoriale così complessa, retta non da *individual* e *entity* (persone fisiche e societarie), come si è tradizionalmente insegnato fino ad ora nel diritto commerciale[116], piuttosto da funzioni matematiche, logaritmi, accompagnati da contratti, il cui proprietario o il cui assetto societario è non solo *shadow*, opaco, ma impossibile da decifrare. *Ergo*, l'imprenditore mera macchina e l'imprenditore reale, quale nuovo modello contrapposto a quello tradizionale.

Un tale assetto nuovo potrebbe essere anche strumentale alla realizzazione di uno scambio di interessi, pure stimolante intellettualmente in una sua possibile disamina: all'investitore viene riconosciuto un indennizzo (il quale viene corrisposto da un *safety net*), sicché il profilo delle responsabilità dei soggetti – delle macchine e contratti che stanno dietro il veicolo - rimanga non accertata nemmeno[117]. Gli angoscianti

---

[114] Ed anche, ovviamente, chi sia fallibile. Nella dottrina internazionale, vi era chi, più di due lustri addietro, aveva preso in esame l'ipotesi della responsabilità dello sponsor. In quel contesto, si affermava che le corti sarebbero state poco disponibili a perforare il velo societario (il *corporate veil*) quale rimedio per gli investitori nel caso di *misrepresentations*, di dichiarazioni mendaci, da parte dello sponsor. *A fortiori*, ciò dovrebbe escludersi nel caso in cui dalla gestione della "macchina" della cartolarizzazione da parte del regista remoto, si volesse inferire un ruolo di impresa "remota" e "oscura". Cfr. D. Ramos Muñoz, *The Law of Transnational Securitisation*, *op. cit.*, Capitolo 5.

[115] L'acronimo adottato - STS – viene chiamato "doc" e vi è il serio dubbio che, come il buon vino di qualità, appunto il "doc", finisca con l'inebriare gli investitori. Si spera comunque che l'interprete, come chi scrive, riesca a mantenere la necessaria sobrietà.

[116] Cfr. F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia delle società*, *cit*., pp. 39-61.

[117] Si è ripetuto in più occasioni nel presente lavoro che, stante l'attuale legislazione, una vera responsabilità nelle operazioni di cartolarizzazioni è quella dell'agenzia di valutazione del merito creditizio. Per tutti, L. Di Donna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore, cit*., *passim*.

temi della trasparenza del mercato, in connessione con l'informazione che allo stesso viene data, rimane inalterata[118].

Appunto dallo *shadow banking* al *techno banking*, si potrebbe essere vicini ad una dimensione del diritto societario nuova. La cartolarizzazione ed il suo trasferimento del rischio per finalità di investimento può semplicemente segnare la conferma di un fenomeno già in atto: l'impresa "macchina", tecnologica[119], rispetto ad un modello tradizionale di imprenditore individuale e collettivo.

Se riguardato da Oltralpe, il Regolamento Cartolarizzazioni si pone sempre di più in un contesto finanziario e di mercato regolamentato più complesso, in cui l'Europa, in particolare la sua entità politica ed economica più importante, l'Unione Europea, cerca di definire regole comuni del mercato dei capitali, la già citata *Capital Markets Union*, caratterizzata da una struttura complessa e con obiettivi di tutela dell'investitore ben precisi[120]. Eppure, il complesso di regole che ne discendono sembra ancora lasciare la regolamentazione suddetta ad un guado; la riva opposta (fuor di metafora la piena armonizzazione delle regole) non è stata ancora raggiunta; eppure, l'operatività inizia a beneficiare di una *reductio ad unum* meramente regolamentare, timida, tuttavia, e non sostanziale[121]. È dunque da capire se, nel prosieguo, la legislazione europea delle cartolarizzazioni effettui l'ultimo passaggio ovvero la stessa sia destinata a regredire.

---

[118] S. Fortunato, *Informazione e attività bancaria: l'evoluzione dei paradigmi,* in *Diritto della Banca e mercato finanziario*, 2018, pp. 80 e ss.

[119] Agli albori del codice civile italiano, la manualistica (V. Salandra, *Manuale di diritto commerciale*, Volume I, Bologna, 1946, p. 15) si chiedeva cosa fosse l'impresa giuridica in relazione all'impresa economica. Si affermava:

"Il codice civile non contiene una definizione dell'impresa, né il concetto giuridico di impresa può identificarsi senz'altro col concetto economico della stessa (anch'esso alquanto incerto) quale organizzazione dei fattori della produzione. Il concetto giuridico d'impresa nel nuovo codice è più largo dell'art. 3 dell'abrogato codice di commercio, basandosi sul concetto di speculazione sul lavoro altrui, poiché l'impresa è secondo [il codice del 1942] anche quella che si fonda sul lavoro personale dell'imprenditore".

[120] In tema di *Capital Markets Union* ed anche la sua evoluzione normativa, cfr. M. Lamandini, D. Ramos MuÑoz, *EU Financial Law*, 2016, Milan, pp. 3 ss. Per aspetti più generali, cfr. D. Busch, G. Ferrarini, E. Avgouleas, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2018.

[121] G. Kastelein, *Securitisation in the Capital Markets Union: One Step Forward, Two Steps Back*, in D. Busch, G. Ferrarini, E. Avgouleas (eds), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, Chapter 18.

Se dal punto di vista giuridico questo è il quadro generale, non vi è dubbio che le cartolarizzazioni, "tramortite" dopo la crisi finanziaria del 2007/2008, rappresentino pur sempre uno dei punti principali dell'agenda del legislatore unionale[122], atteso che questa tecnica viene considerata una fonte preziosa di finanziamento del mercato dei capitali[123].

Sembra allora che il problema sia piuttosto, per il prosieguo, quello del coordinamento fra istanze economiche ed esigenze della *regulation*, oltre che il profilo delle responsabilità dei *player*, *in primis* le agenzie di *rating*, che sono disciplinate in una diversa *sedes materiae*[124].

Nulla di nuovo all'orizzonte della cartolarizzazione italiana sembrerebbe, atteso che la Legge 130 del 1999 sembra ancora fornire i sicuri ed alti argini per lo scorrere delle suddette operazioni, secondo i collaudati schemi regolamentari, privatistici e fallimentari[125]. Eppure, vi è

---

[122] S.L. Schwarcz, *A Global Perspective on Securitized Debt*, in D. Busch, G. Ferrarini, E. Avgouleas, *op. cit.,* Chapter 22.

[123] Una prospettiva confermata, sembrerebbe, anche nello scenario della "pandemia" determinata dal COVID19, dato che, in Italia, Il Decreto Legge n. 23 dell'8 aprile 2020 (provvedimento emergenza COVID19), convertito poi in varie leggi, ha previsto, all'art. 32, il potere da parte del MEF di modificare il regolamento dei titoli, in operazioni con garanzia GAGS. La Legge 23 del 2020 reca "Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga dei termini amministrativi e processuali" (Cosidetto Decreto Liquidità).

[124] Più di recente, in merito al ruolo generale delle agenzia di rating, cfr. A. Sacco Ginevri, A.Troisi, *Il ruolo delle agenzie di rating e dei proxy advisors nel sistema finanziario, op. cit.,* pp. 501 ss. Viene correttamente sottolineato che la valutazione da parte di una agenzia di tale tipologia "è strumentale al soddisfacimento delle esigenze conoscitive di molteplici agenti del settore economico-finanziario. La riferibilità ai giudizi in parola, infatti, assume peculiare rilevanza nelle strategie d'azione degli operatori di mercato, quali gli investitori/risparmiatori, gli intermediari finanziari e gli emittenti". Quanto agli emittenti, questi "utilizzano il *rating* come indicatore guida nei processi di emissione di nuovi titoli e nel relativo collocamento; per solito, elementi quali il prezzo, le modalità di rimborso, nonché il tasso di rendimento appaiono tanto più favorevoli all'emittente [..] quanto più il *rating* di quest'ultimo risulta elevato".

[125] La modifica più significativa, apportata alla Legge 130, a parte l'allargamento della gamma dei crediti cedibili, sembra essere quella della rimozione dell'obbligo di iscrizione del veicolo presso l'elenco speciale. In altre parole, nel momento in cui l'elenco speciale di cui all'art. 107, T.U.B.

qualcosa di indefinibile, che sembra suggerire che, per contro, proprio dall'Unione europea qualcosa di nuovo e significativo vada maturando dietro le quinte.

è stato rimosso, nell'elenco generale di cui all'art. 6 del T.U.B. non è emerso più, quale intermediario finanziario non bancario, proprio il *conduit* di cui alla cartolarizzazione previsto dalla Legge 130. Sugli intermediari finanziari non bancari, cfr. F. Vella, G. Bosi, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, *cit*., pp. 109-116. La dinamica del passaggio dalla disciplina duale dell'albo generale ex art. 106 e dell'albo speciale ex art. 107, all'unico albo ex art. 106, è sintetizzata da V. Troiano, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., a cura di F. Capriglione, Milano, 2019, pp. 365-386. Viene efficacemente sottolineato che il Decreto Legislativo n. 141 del 13 agosto 2010, "ha revisionato la disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario". Una tale rivoluzione, termine che qui si usa in termini nemmeno tanto provocatori, atteso che vi era finanche un elenco ex art. 113 del T.U.B. (per specifiche, ulteriori categorie di soggetti), ha avuto "l'obiettivo di consentire l'operatività nei confronti del pubblico solo a soggetti che assicurino affidabilità e correttezza nell'iniziativa imprenditoriale e di introdurre strumenti di controllo più efficaci e modulati sulla base delle attività svolte dagli intermediari". Alla luce di ciò, ne è conseguito un "mutato impianto e strutturazione, ed è stata altresì ricomposta, in un unitario assetto, la regolazione di ulteriori operatori nel campo della concessione di finanziamenti, quali i soggetti attivi nel c.d. microcredito e i confidi". È noto che, a livello europeo, invece, non vi è una disciplina armonizzata degli intermediari finanziari non bancari.

Bibliografia

Aa.Vv., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli, R. Lener, Torino, 2010.

Aa.Vv., *Il nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza,* a cura di S. Sanzo, D. Burroni, Bologna, 2019.

Aa.Vv., *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. Caterino, I. Ingravallo, Lecce, 2020.

Adrian T., Ashcraft A.B., *Shadow Banking Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, n. 559, 2012, in www.newyorkfed.org.

Ajibo C.C., *Shadow Banking, MMF runs a Risk Regulation, and a Case for Regulatory Harmonisation*, in *International Company and Commercial Law Review*, 2015.

Alexander K., *Principles of Banking Regulation*, Cambridge, 2019.

Alpa G., *Diritto civile italiano. Due secoli di storia*, Bologna, 2018.

Alpa G., *Giuristi e interpretazioni. Il ruolo del diritto nella società postmoderna*, Bologna, 2018.

Alpa G., Saccomanni A., *Procedure negoziali,* due diligence *e memorandum informativi*, in *Contratti*, 2007.

Amorosino S., *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, 2018.

Amorosino S., *La risoluzione bancaria. Le tutele (Atti di convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

Andenas M., Chiu I. H-Y, *The Foundations and Future of Financial Regulation: Governance for Responsibility*, London and New York, 2013.

Angelici A., *Diritto commerciale. I*, Bari, 2002.

Annoff D., *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch,* in *European Business Organization Law Review*, 2010.

ANTONINI L., *Federalismi all'italiana*, Venezia, 2013.

AVGOULEAS E., *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge, 2012.

AVGOULEAS E., *Regulating Financial Innovation*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation,* Oxford, 2015.

AYOTTE K., GAON S., *Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of "Bankruptcy Remoteness"*, in *Review of Financial Studies*, 2011.

BALLARINO T., *Diritto internazionale privato italiano*, 4° ed., a cura di M.E. Ballarino, I. Pretelli, Padova, 2016.

BARBAGALLO C., *Lo Shadow Banking e la Regolamentazione Italiana*, in NIFA – New International Finance Association, World Finance Form 2015, in www.bancaditalia.it.

BAREL B., ARMELLINI S, *Manuale breve. Diritto internazionale privato*, Milano, 2016.

BARILLÀ G.B., *Polizza fideiussoria e assicurazione del credito tra attività bancaria e assicurativa: funzione di garanzia e profili atipici*, 2005.

BASSANINI F., in *La nuova Cassa Depositi e Prestiti*, AREL, seminari 2009/I, Roma, 11 marzo, 2009.

BATTAGLIA F., MAZZUCA M., *La relazione tra attività di cartolarizzazione e liquidità nelle banche italiane. Alcune evidenze empiriche dalla recente crisi finanziaria*, in *Banca Impresa Società*, 2012.

BAVOSO V., *Financial Innovation and Structured Finance: the Case of Securitisation*, in *Company Lawyer*, 2013.

BAVOSO V., *High Quality Securitisation and EU Capital Markets Union – Is It Possible?*, in *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 2016.

BAVOSO V., *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: between the STS Regulation and ESAM products Intervention Powers*, in *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Responses, and Beyond*, in D. CASH & R. GODDARD (eds), 2021, London and New York, in corso di pubblicazione.

BEI G., *Cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, in *Impresa*, 2003.

BENEDETTELLI M.V., *"Mercato" comunitario delle regole e riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2003.

BENEVENTI I. (a cura di), *I trusts in Italia*, Milano, 1996.

Bianca C.M., *Il debitore e i mutamenti nel destinatario del pagamento*, Milano, 1963.

Bigiavi W., *L'imprenditore occulto*, Padova, 1954.

Bodellini M. i, *To Bail-In, or to Bail-Out, That is the Question*, in *European Business Organization Law Review,* 2018.

Bolognino D., *Manuale di contabilità* pubblica, Bari, 2019.

Bonfatti S., *La disciplina della situazione di crisi degli intermediari finanziari*, in *Quaderni. Diritto bancario*, 2020.

Bonfatti S., *Crisi della banca e contratti bancari*, in *L'attività delle banche*, a cura di A. Urbani, Milano, 2020.

Bonfatti S., Censoni P.F., *Manuale di diritto fallimentare*, *IV ed.,* Padova, 2011.

Bonfatti S., Censoni P.F., *Lineamenti di diritto fallimentare*, *II ed.*, Milano, 2017.

Bowman L., *Crime and Punishment*, in *Euromoney*, 2008.

Bragoli L., *La* due diligence *legale nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, in *Contratti*, 2007.

Brancasi A., *I profili contabili e finanziari*, in Atti convegno su *Cartolarizzazioni del patrimonio immobiliare pubblico*, Firenze, 24 gennaio 2003, Fondazione CESIFIN Alberto Predieri, Torino, 2004.

Brancasi A., *La cartolarizzazione dei beni pubblici di fronte all'ordinamento comunitario*, in *Aedon. Rivista di arti e diritto on line*, 2003, online.

Brandolini E., Zambardi V., *La contabilità pubblica*, Milano, 2019.

Brescia Morra C., *Le forme di vigilanza*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., a cura di F. Capriglione, Milano, 2019.

Brescia Morra C., *Il diritto della banche*, Bologna, 2017.

Buckley R.P., Avgouleas E., Arner D.W. (eds), *Reconceptualising Global Finance and its Regulation*, Cambridge, 2016.

Busch D., Ferrarini G., Avgouleas E., *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2018.

Busch D., Ferrarini G., *European Banking Union*, Oxford, 2015.

Bussani M., Infantino M., *Cessione del credito e factoring*, Milano, 2006.

Calandra-Bonaura V., *La disciplina del risanamento e della risoluzione delle banche. Aspetti critici*, in *Rivista ODC*, 2017.

CALVOSA L., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Diritto commerciale*, a cura di L. DE ANGELIS, Milano, 2020.

CAMPIONE C., *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originator e debitori ceduti: profili civilistici*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2018.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 1. Diritto d'impresa*, 6° ed., 2012, Milano.

CAPALDO G., *La novella alla legge 130/1999: nuove figure di separazione patrimoniale*, in *La nuova legge civile commentata*, 2019.

CAPONE D., *Commento sub articolo 4, commi 3 e 4*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. FERRO-LUZZI, C. PISANTI, Milano, 2005.

CAPRIGLIONE F., IBRIDO R., *La Brexit tra finanza e politica*, Torino, 2017.

CAPRIGLIONE F., *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017.

CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., Milano, 2019.

CAPUTI JAMBRENGHI V., *Beni pubblici e interesse finanziario*, in *Rivista diritto amministrativo*, 2007.

CARDI M., *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012.

CAROLA G., *Tipologie di* «due diligence*»: criteri di classificazione*, in *Diritto e Pratica delle Società*, 2005.

CAROTA L., *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Le operazioni di finanziamento bancario, societario, sull'estero, al consumatore, strutturato, a mezzo garanzia, pubblico*, opera ideata da F. GALGANO, proseguita e curata da E. PANZARINI, A.A. DOLMETTA, S. PATRIARCA, Bologna, 2020.

CASU B., SARKISYAN A., *Securitisation*, in A. BERGER, P. MOLINEUX, J. WILSON (eds.), *Oxford Handbook of Banking*, Oxford, 2015.

CERIANA E., *Prime osservazioni sugli aspetti civilistici e fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Diritto e pratica tributaria*, 2001.

CETRA A., *L'imputazione dell'impresa*, in *Diritto commerciale. I. Diritto dell'impresa*, a cura di M. CIAN, Torino, 2017.

CHECCHINI A., AMADIO G., *Lezioni di diritto privato*, 11° ed., Torino, 2017.

CHEN-WISHART M., *Contract Law*, 6° ed., Oxford, 2016.

CHEFFINS B.R., *Company Law. Theory, Structure and Operations*, London, 1997.

CHIU I.H.-Y., WILSON J., *Banking Law and Regulation*, Oxford, 2019.

CIAN M. (a cura di), *Diritto commerciale. I. Diritto dell'impresa*, Torino, 2017.

CIARAVOLO U., SCOTTI A., *Commento sub articolo 3, commi 1 e 3*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/1999*, a cura di P. FERRO-LUZZI, C. PISANTI.

CIMINI S., *Il potere sanzionatorio delle amministrazioni pubbliche. Uno studio critico*, Napoli, 2017.

CINQUE A., *Commi 6 e 3, lett. c). Il servicer*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. FERRO-LUZZI, C. PISANTI.

CLAESSENS S., POZSAR Z., RATNOSKI L., SINGH M., *Shadow Banking: Economics and Policy*, IMF Staff Discussion Note, 2012, in risk.econ.queensu.ca.

CLARIZIA R., *Factoring*, in *Trattato Bessone*, Torino, 1999.

COLOMBINI G., *Cartolarizzazione dei beni pubblici e interesse finanziario dello Stato: un difficile equilibrio,* in *La nozione flessibile di proprietà pubblica*, a cura di G. COLOMBINI, Milano, 2008.

COLOMBINI G., *Privatizzazione del patrimonio pubblico ed obiettivi di finanza pubblica*, in AA.VV., *Associazione italiana dei professori di diritto amministrativo*, *Annuario 2003*, Milano, 2004.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, Bruxelles, 24 settembre 2020.

CONETTI G., TONOLO S., VISMARA F., *Manuale di diritto internazionale privato*, 4° ed., Torino, 2020.

CONSOLI G., *LA GAGS. Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, in *La gestione delle crisi bancarie*, a cura di V. TROIANO E G.B. UDA, Milano, 2018.

COVAL J., JUREK J., STAFFORD E., *The Economics of Structured Finance*, in *Journal of Economic Perspective*, 2009.

COVAL J.D., JUREK J., STAFFORD E., *The Economics of Structured Finance*, Harvard Business School, 2008, Working Paper No. 09-070.

Cranston R., Avgouleas E., van Zwiten K., Hare C., van Sante T., *Principles of Banking Law*, Oxford, 2018.

Davies P.L., Worthington S., *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*, London, 2016.

Deku S.Y., Kara A., *Securitisation: Past, Present and Future*, London, 2017.

De Bruyne J., *Liability of Credit Rating Agencies: Regulatory Changes and Tendencies in Case Law Following the Financial Crisis*, in *International Company and Commerical Law Review*, 2016.

D'Agostino R.M., *Patrimoni destinati*, di prossima pubblicazione.

D'Ambrosio R., *Due Process and Safeguards of the Persons Subject to SSM Supervisory and Sanctioning Proceedings,* in *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica no 74,* Dicembre 2013.

De Cesari P., *Diritto internazionale privato dell'Unione Europea*, Torino, 2011.

de Gioia Carabellese P., *Securitisation and Structured Finance: from Shadow Banking to Legal Harmonization*, in I.H.-Y. Chiu, I. MacNeil (eds.), *Research Handbook on Shadow Banking. Legal and Regulatory Aspects*, Cheltenham, 2018.

de Gioia Carabellese P., *I contratti di esternalizzazione dei soggetti vigilati: normativa; potere sanzionatorio delle autorità. Il Provvedimento EBA nella Filosofia del Single Supervisory Mechanism e in relazione alla normativa italiana*, in *Contratto e impresa*, 2019.

de Gioia Carabellese P., The New *Prospectus Regulation: Towards a (Quasi) Unified Legislation of the European Capital Markets*, in *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, 2019.

de Gioia Carabellese P., Chessa C., *'The So-Called Pan-European Depositors' Protection Scheme: a Further Euro Own-Goal? A Critical Analysis of Directive 2014/49,* in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2016.

De Haan J., Amtenbrink F., *Taming the Beast? New European Regulation for Credit Rating Agencies*, in *Journal for Comparative Government and European Policy*, 2012.

De Marzio F., *I vincoli non giuridici*, in *Diritto privato*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 2020.

De Nova G., *Nuovi contratti*, 2 ed., Torino, 1994.

De Nova G., Leo C., *La "securitisation" in Italia. Commento*, in *Contratti*, 1999.

De Poli M., *Fundamentals of European Banking Law*, Padova, 2018.

de Seriere V., Milione L., *De-politicising European Bank Resolution Process*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2019.

Della Rocca S., Grieco R., *Il Codice della Crisi e dell'insolvenza. Primo commento al d. lgs. n. 14/2019*, Milano, 2019.

Dell'Atti S., *La cartolarizzazione dei crediti. Problematiche attuali alla luce dei nuovi orientamenti*, Napoli, 2005.

Di Bari P., *Trust interni: ipotesi operative nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione effettuate ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2002.

Di Ciommo F., *La convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985 ed il c.d. Trust interno*, in *Temi romana*, 1999.

Di Ciommo F., *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale,* in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di R. Pardolesi, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1999.

Di Ciommo F., *Il trust e la sua modificabilità: riflessioni sulla "proprietà" del* trustee, in *Trusts*, 2001.

Di Ciommo F., *Il* Trust *e l'art. 2645 ter: profili di diritto italiano*, in *Le nuove forme di organizzazione del patrimonio*, G. Doria (a cura di), Torino, 2010.

Di Donna L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012.

Di Donna L., *Gentlemen's agreeements. Notazioni sulla fenomenologia degli accordi*, Napoli, 2013.

Digman A., Lowry J., *Company Law*, 10° ed., London, 2018.

Dorin P., Vojtko M., *Simple, Transparent and Standardised Synthetic Securitisation – the Next Step Ahead?,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2017.

EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure, 2014.

Enriques L., *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Regulation of Financial Markets: One Reluctant Regula-*

tor's View, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 2009.

FAUCEGLIA G., *La cartolarizzazione dei crediti. Commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002.

FAUCEGLIA G., *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2019.

FERRI G(IOVANNI), *La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese italiane,* in *Studi e Note di Economia*, 1998.

FERRI G(IUSEPPE), *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. ANGELICI, G.B. FERRI, XVI ed., Milano, 2019.

FERRO-LUZZI P., *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. FERRO-LUZZI, C. PISANTI, Milano, 2005.

FERRO-LUZZI P., *La "cartolarizzazione": riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Impresa*, 2001.

FORTUNATO S., *Informazione e attività bancaria: l'evoluzione dei paradigmi,* in *Diritto della Banca e mercato finanziario*, 2018.

FRANKEN S., *Creditor- and Debtor-Oriented Bankruptcy Regimes Revised*, in *European Business Organisation Law Review*, 2004.

FRIGNANI A., *La "securitisation" come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro italiano*, 1995.

FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 27 October 2011.

GABRIELLI E. (a cura di), *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2018.

GABRIELLI E., *Il contratto e le sue classificazioni*, in AA.VV. *Studi in onore di Pietro Rescigno, III. Diritto privato, 2, Obbligazioni e contratti*, Milano, 1998.

GALLETTI D., GUERRIERI G., *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002.

GALLIN J., *Shadow Banking and the Funding of the Nonfinancial Sector*, Federal Reserve Board, Washington DC, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, 2013.

GARDELLA A., *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale*, Milano, 2007.

GELPERN A., GERDING E.F., *Rethinking the Law in "Safe Assets"*, in R.P. BUCKLEY, E. AVGOULEAS, D.W. ARNER (eds.), *Reconceptualising Global Finance and its Regulation*, Cambridge, 2016.

GELPERN A., E.F. GERDING E.F., *Private and Public Ordering in Safe Asset Markets*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2015.

GELPERN A., GERDING E.F., *Inside Safe Assets*, in *Yale Journal on Regulation*, 2016.

GENTILE G., *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2000.

GERDING E.F., *Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation*, in *Wisconsin Law Review*, 2007.

GERDING E.F., *Code, Crash, and Open Source: the Outsourcing of Financial Regulation to Risk Models and the Global Financial Crisis,* in *Washington University Law Review*, 2009.

GERDING E.F., *Bank Regulation and Securitisation: How the Law Improved Transmission Lines between Real Estate and Banking Crisis* in *Georgia Law Review,* 2015.

GIANNELLI A., *La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell'impresa*, in *Rivista delle società*, 2002.

GIRINO E., "Asset backed Securities, *quando i crediti cartolari si quotano in borsa*, in *Amministrazione e finanza*, 2000.

GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2010.

GLEESON S., *International Regulation of Banking*, *II ed.,* Oxford, 2012.

GRAZIADEI S., *Il "nuovo" Quadro normativo europeo sulle cartolarizzazioni del Regolamento (UE) 2017/2402*, in *Diritto bancario*, 10 aprile 2018, reperibile *online.*

GUERRIERI G., *Il nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza,* in *Le Nuove Leggi Civili Commentate,* 2019.

GUERRIERI G., *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2017.

GUIZZI G., *La risoluzione bancaria. I rapporti con gli altri procedimenti o strumenti di soluzione delle crisi bancarie (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario»*, 2018.

HAENTJENS M., DE GIOIA CARABELLESE P., *European Banking and Financial Law*, London, New York, 2015.

HAENTJENS M., DE GIOIA CARABELLESE P., *European Banking and Financial Law*, 2° ed., London, New York, 2020.

HANNIGAN B., *Company law*, 4° ed., Oxford, 2016

HARTLEY T.C., *Choice of Law regarding Voluntary Assignment of Contractual Obligations under the Rome I Regulation*, in *International & Comparative Law Quarterly*, 2011.

HAYEK F.A., *Law, Legislation, and Liberty. Volume II. The Mirage of Social Justice*, Chicago, 1976.

HAYNES A., *Companies and Finance*, in *Company Lawyer*, 2015.

HEINZMANN A., RONZEL N., *Luxembourg Loans Investment Structures: Alternative Investment Funds or Securitisation?*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2017.

HUNTLEY J.A.K., *Contract Law. Scottish Law*, Edinburgh, 2015.

INDERST R., OTTAVIANI M., *Regulating Financial Advice*, in *European Business Organization Law Review*, 2012.

INZITARI B., *La risoluzione bancaria. Dissesto, insolvenza e misure di risoluzione (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

IUDICA G., ZATTI P., *Linguaggio e regole del diritto privato*, XX ed., Milano, 2019.

JOHNSTON W., *Security over Receivables: An International Handbook*, Oxford, 2008.

JOOSEN B.P.M., JUHASZ R.E., *Securitisation in the Netherlands*, in *Journal of International Banking Law*, 1997.

KASTELEIN G., *Securitisation in the Capital Markets Union: One Step Forward, Two Steps Back*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, E. AVGOULEAS (eds), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018.

KELLER A., *Debiasing Macroprudencial Policy – part 1: an Evidence-based Approach and the Precautionary Principle*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*.

KELLER A., *The Mandate of the European Systemic Risk Board and Resilience as an Essential Component: part 1,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016.

KETTERING K.C., *Securitisation and its Discontents: the Dynamics of Financial Product Development* in *Cardozo Law Review,* 2007.

KONG X., *Is it the right time for chinese banking to run a mixed business?,* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2004.

LAMANDINI M., RAMOS MUÑOZ D., *EU Financial Law*, 2016, Milan.

LEFEVRE F., LOOSVELD S., *The Influence of European Law on the Powers of Financial Supervisors*, in Journal of *International Banking Law and Regulation*, 2010.

LEMMA V., *The Shadow Banking System*, London, 2016.

LENER R., RULLI E., *Liabilities Excluded from Bail-in: Implications under Italian and EU law*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2017.

LENER R., *The Bail-in of Banks under Italian Law amid Insolvency Procedures and Rules of Conduct,* in *Journal of International Banking Law and Regulation,* 2016.

LIPARI M., *La cartolarizzazione del patrimonio pubblico. I profili pubblicistici della dismissione*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico.*

LOPEZ A., *Il trust come nuovo strumento dell'azione della pubblica amministrazione*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2006.

LUMINOSO A., *La compravendita*, 9° ed., Torino, 2018.

LUPOI M., *Trusts*, Milano, 1997.

LUPOI M., *Il trust nel diritto civile*, Milano, 2004.

MACNEIL I., *Enforcement and Sanctioning*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (eds), *The Oxford Handbook of Financial Regulation,* Oxford University Press, Oxford, 2015.

MACQUEEN H.L., THOMSON J., *Contract Law in Scotland*, 6° ed., Edinburgh, 2020.

MADEO, *Manuale di contabilità pubblica*, Milano, 2019.

MAIMERI F., *Le garanzie bancarie improprie*, Torino, 2004.

MANCINI T., *La cessione dei crediti futuri a scopo di garanzia*, Milano, 1968.

MANTA C., *Cartolarizzazione: analisi e ruolo di uno strumento di finanziamento alternativo*, in *Amministrazione e finanza*, 2003.

MARTINO M., *Cessione dei crediti in garanzia e funzione solutoria nel finanziamento bancario alle imprese: una perdita di coerenza tipologica*, 2018.

MARTINO E., *Subordinated Debt Under Bail-in Threat*, in *University of Bologna Law Review*, 2017.

Martor B., Thouvenot S., *Partnership Agreements or the Revival of Public-private Partnership "a la Francaise*, in *International Business Law Journal*, 2004.

Mazzuca M., *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Milano, 2015.

McCormick R., *Legal Risk in the Financial Markets*, Oxford, 2010, II ed.

McCulley P.A., *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, PIMCO, Global Central Bank Focus, 2009, in www.pimco.com.

Mckendrick E., *Contract Law. Text, Cases, and Materials*, 7° ed., Oxford, 2016

McVea H., *Credit Rating Agencies, the Subprime Mortgage Debacle and Global Governance: the EU strikes Back*, in *International & Company Law Quarterly*, 2010.

Megliani m., *Profili internazionali delle operazioni di* securitisation, in *Diritto del commercio internazionale*, 2000.

Mengoni L., *L'Europa dei codici o un codice per l'Europa,* in *Rivista critica di diritto privato*, 1992.

Merkt H., *Creditor Protection through Mandatory Disclosure*, in *European Business Organisation Law Review*, 2006.

Merusi F., *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2009.

Messina P., *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Torino, 2009.

Miglionico A., *The Disclosure Regime of Credit Rating Agencies: an Obscure Veil of Compliance?*, in *Journal of Business Law*, 2019.

Miglionico A., *Rescuing Failing Banks for Financial Stability: the Unintended Outcomes of Bail-in Rules*, in *International Company and Commercial Law Review*, 2018.

Modulo f., zaccagnini c., *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000.

Moloney N., *Brexit and EU Financial Governance: Business as Usual or Institutional Change?*, in *European Law Review*, 2017.

Moloney N., Ferran E., Payne J. (eds), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015

MORBIDELLI G. (a cura di), *La cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, Torino, 2004.

MOSCONI F., Campiglio C., *Diritto internazionale privato e processuale, Volume I. Parte Generale e Obbligazioni*, Milano, 2020.

NAPOLITANO G., *La logica del diritto amministrativo*, Bologna, 2020.

NIGRO A., *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. BESSONE, XXV, Torino, 2012.

NIGRO A., VATTERMOLI D., *Diritto della crisi delle imprese, Le procedure concorsuali*, 4° ed., Bologna, 2017.

NIGRO A., *La risoluzione bancaria. Considerazioni conclusive (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

OICU-IOSCO, *The Board of the International Organization of Securities Commissions*, in *Global Developments in Securitisation Regulation Final Report* (FR09/12), 16 November 2012.

ONNIS CUGIA F., *La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2016.

OPPO G., *Realtà giuridica globale dell'impresa nell'ordinamento italiano*, in *Rivista di diritto civile*, 1976.

OPPO G., *L'impresa come fattispecie, Diritto dell'impresa. Scritti giuridici, I,* Padova, 1992.

PAGLIARIN C., *Autonomia, efficienza, responsabilità*, Torino, 2007.

PANUCCIO V., *La cessione volontaria dei crediti nella teoria del trasferimento*, Milano, 1955.

PARTNOY F., SKEEL JR D.A., *The Promise and Perils of Credit Derivatives* in *Cincinnati Law Review,* 2007.

PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies* in *Washington University Law Quarterly,* 1999.

PASSALACQUA M., *La gestione patrimoniale: i beni pubblici*, in G.F. FERRARI, E. MADEO, *Manuale di contabilità pubblica*, Milano, 2019.

PAVONE LA ROSA A., *La teoria dell'"imprenditore occulto" nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Rivista diritto civile*, 1967.

PEPE N., *La cartolarizzazione dei crediti futuri mediante finanziamento destinato ad uno specifico affare*, in *Contratto e impresa*, 2001.

Pepe N., Occhipinti F., Vignocchi L., *Profili giuridici delle cartolarizzazioni immobiliari e di beni mobili registrati*, in *Rivista diritto bancario*, 26 giugno 2020, online.

Perlingieri P., *Cessione dei crediti*, Napoli, 2010.

Perlingieri P., *Della cessione dei crediti*, in *Commentario Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 1982.

Perlingieri P., *I negozi su beni futuri. I. La compravendita di cosa futura*, Napoli, 1962.

Perlingieri P, Valentino D., *Modificazioni soggettive dal lato creditorio: cessione del credito*, in P. Perlingieri, *Manuale di diritto civile*, 9° ed., Napoli, 2018.

Perlingieri P., Federico A., *Limitazioni della responsabilità patrimoniale*, in P. Perlingieri, *Manuale di diritto civile*, 9° ed., Napoli, 2018.

Perrino M., *La risoluzione bancaria. Gli organi (Atti di Convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

Picardi L., *Cessione dei crediti e diritto di informazione del debitore ceduto fra disposizioni della banca d'Italia e orientamenti dell'ABF*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2019.

Plaia a., *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*, in *Giurisprudenza di merito*, 2000.

Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, n. 458, 2010, in www.newyorkfed.org.

Proto C., *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Fallimento*, 1999.

Pucciarelli E., *Trust e privatizzazione di immobili pubblici*, in *La nozione flessibile di proprietà pubblica*, a cura di G. Colombini, Milano, 2008.

Pulgar Ezquerra J., *Preconsursalidad y reestructuración empresarial*, II ed., Madrid, 2016.

Pugliatti O. S., *Precisazioni in tema di vendita a scopo di garanzia*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile,* 1950.

Raines M., *Brexit: Time to Revisit UK Regulation on Term Securitisation*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2019.

RAMOS MUÑOZ D., *The Law of Transnational Securitisation*, Oxford, 2010.

RASTI A.A., *In-Depth Analysis. Fine for Misconduct in the Banking Sector – What is the Situation in the EU?*, in *European Parliament*, Marzo 2017.

RENNA M., *La regolazione amministrativa dei beni a destinazione pubblica*, Milano, 2004.

ROACH L., *Card and James' Business Law*, 4° ed., Oxford, 2016.

ROMANO A., PACCES A.M., TROISI A., *Agenzie di rating e responsabilità civile: una soluzione «contrattuale»*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2014.

ROMANO R., *Further Assessment of the Iron Law of Financial Regulation: a Postscript of Regulation in the Dark*', in ECGI Law Working Paper No. 273/2014, reperibile su papers.ssrn.com.

RONDINONE N., *L'imprenditore, l'impresa e l'azienda*, in *Diritto commerciale*, a cura di L. DE ANGELIS, II ed., Milano, 2020.

ROPPO V., *La cessione del credito e il factoring*, Milano, 2014.

ROPPO V., *Diritto privato. Linee essenziali*, V ed., Torino, 2018.

ROSSANO D., *Nuova disciplina per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2015, Supplemento 3.

ROSSANO D. - DI BRINA L., *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano 2019.

ROSSANO D., *Tutela del risparmio e regolazione delle crisi bancarie*, in *Diritto pubblico europeo. Rassegna online,* aprile 2018.

ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Milano 2017.

ROSSANO D., *L'applicabilità della nuova disciplina sulle crisi bancarie alle banche di credito cooperativo*, in *Contratto e impresa,* 2017.

ROSSANO D., *Il salvataggio della BPEL e l'accertamento dello stato di insolvenza alla luce della nuova normativa in materia di crisi bancarie*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2016, n. 2.

ROSSANO D., *Di tutta l'erba un fascio, il caso CARIFE e delle altre tre banche*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 1, 2017.

ROSSANO D., *Nuova disciplina per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, in *Federalismi.it*, 13 gennaio 2016.

ROSSI P., *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, in *Amministrazione in cammino*, 2017.

ROSSI P., *L'educazione finanziaria ai tempi del* bail in, in *Democrazia e sicurezza - Democracy and security Review*, 2017.

RORDORF R., *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000.

RUCELLAI R., *Cartolarizzazione sintetica e* Credit Default Swap, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012.

RUCCIA N., *Caratteri, limiti e prospettive dell'Unione bancaria*, Bari, 2018.

RUMI G., Securitisation *in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000.

SACCO GINEVRI A., *Esternalizzazione (outsourcing)*, in AA.VV., *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, a cura di V. FALCE e G.FINOCCHIARO, Bologna, 2019.

SACCO GINEVRI A., *I sistemi di garanzia dei depositi bancari*, in *L'attività delle banche*, 2° ed., a cura di A. Urbani, Milano, 2020.

SALANDRA V., *Manuale di diritto commerciale*, Volume I, Bologna, 1946.

SANGIOVANNI V., Due diligence, *trattative e fattispecie di responsabilità civile*, in *Società*, 2011.

SANTONI G., *La risoluzione bancaria. L'apertura* (Atti di Convegno), in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

SCANO A., Credit enhancement *e riqualificazione della cessione di crediti nell'ambito delle operazioni di* asset securitisation, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006.

SCARONI C., *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e impresa*, 2005.

SCHWARCZ S.L., *Structure Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitisation*, III ed., New York, 2003.

SCHWARCZ S.L., *Securitisation Post-Enron*, in *Cardozo Law Review*, 2004.

SCHWARCZ S.L., *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, in *Utah Law Review*, 2008.

SCHWARCZ S.L., *Regulating Shadow Banking*, in *Review of Banking & Financial Law*, 2012.

SCHWARCZ S.L., *What is a Securitisation? And for What Purposes?*, in *Southern California Law Review*, 2012.

SCOGNAMIGLIO R., *Commentario al Codice civile. Contratti in generale (artt. 1321-1352 del Cod. Civ.)*, Bologna, 1970.

SESTA M., *Le garanzie atipiche*, Padova, 1988.

SECURITISATION (EDITORIAL), *The Financial Crisis and the Need for Effective Risk Retention*, in *European Business Organisation Law Review*, 2013.

SEVERI C., *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, 2007.

SCHIAFFINO F., *Cessione (Dir. civ. e comm.)*, in *Il Digesto Italiano*, *Volume Settimo, Parte Prima,* Torino.

SCHLESINGER P., *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Rivista diritto civile*, 2001.

SCOTT H.S., *International Finance. Transaction, Policy, and Regulation*, XVII ed., New York, 2010.

SCOTTI A., *Cartolarizzazione dei crediti, cessione opponibile al debitore ceduto e interessi protetti*, in *Giurisprudenza italiana*, 2020.

SCOZZAFAVA O.T., *La cartolarizzazione dei crediti: la fattispecie*, in *Contratto e impresa*, 2005.

SICCHIERO G., *La responsabilità patrimoniale*, in *Diritto privato*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, 2020.

SOLIMENO V., *L'acquisto di immobili nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Rivista diritto bancario*, 2019.

SORACE D., *Cartolarizzazione e regime dei beni pubblici*, in *Aedon. Rivista di arti e diritto on line*, 2003, online.

SORACE D., *Cartolarizzazione e regime dei beni pubblici*, in *Aedon. Rivista di arti e diritto on line*, 2003, online.

SPADA P., *Questioni e casi di diritto commerciale*, Padova, 2010.

SPADA P., *Impresa* (voce), in *Digesto. Discipline privatistiche. Sezione commerciale*, ed. IV, Vol. VII, Torino, 1992.

STANGHELLINI L., *Il codice della crisi di impresa: una primissima lettura (con qualche critica),* in *Corriere giuridico*, 2019.

STEFINI U., *La cessione del credito con causa di garanzia*, Padova, 2007.

TAYLOR R., TAYLOR D., *Contract Law*, 6° ed, Oxford, 2017.

TONELLI A., *Trust di ente pubblico per una scuola materna*, in *www.ciramap.it*.

TORREMANS P. (ed), *Cheshire, North & Fawcett. Private International Law*, 15° ed., Oxford, 2017.

TORRENTE A., SCHLESINGER P., *Manuale di diritto privato*, XXIII ed, a cura di F. ANELLI, C. GRANELLI, Milano, 2017.

TRABUCCHI A., *Istituzioni di diritto privato*, *49° ed*, a cura di G. TRABUCCHI, Milano, 2019.

TROIANO V., *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003.

TROIANO V., *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano, 2019.

TROIANO V., *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2° ed., a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano, 2019.

TROISI A., *Le Agenzie di rating*, Padova, 2013.

TROISI A., *Le agenzie di rating nel mercato finanziario e la regolamentazione europea*, in *Manuale del diritto del mercato finanziario*, a cura di S. AMOROSINO, Milano, 2014.

TUCCI G., *Garanzie sui crediti dell'impresa e tutela dei finanziamenti: l'esperienza statunitense e italiana*, Milano, 1974.

TURNER A., *The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Financia Crisis*, FSA, 2009.

TURRI G., *Ambito oggettivo di applicazione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Società*, 2004.

UGEUX G., *Building a European Capital Market Union: Need for Liquidity and Focus*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016.

VAN KUIJK F., *Luxembourg: Securitisation Companies – Efficient Platforms for Entering the Distressed Debt Market*, in *Derivatives and Financial Instruments*, 2013.

VATTERMOLI D., *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni (Atti di convegno)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

VELLA F., BOSI G., *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019.

VELLA F., BOSI G., *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015.

VELLA F., GUCCIONE A.V., *I meccanismi europei di vigilanza e di risoluzione delle crisi bancarie*, in *«Diritto ed economia del mercato»*, 2° ed, a cura di G. LEMME, Milano, 2018.

VENUTI M., *I crediti e le operazioni su crediti (cessione dei crediti, factoring, cartolarizzazioni e contratti affini) nel bilancio codicistico e nel bilancio IAS/IFRS*, in *Rivista delle società*, 2010.

VILLANI U., *Istituzioni di diritto dell'Unione Europea*, 6° ed., Bari, 2020.

VISCO I., *Anni difficili. Dalla crisi finanziaria alle nuove sfide per l'economia*, Bologna, 2018.

VITUCCI M., *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. AMOROSINO, 3°ed., Milano, 2014.

VON REDEN H., *Regulation of Securitised Products Post the Financial Crisis,* in *UCL Journal of Law and Jurisprudence*, 2013.

WIBIER R., SALAH O., *The Credit Crunch and Islamic Finance: Sharia-compliant Finance against the Backdrop of the Credit Crisis*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2011.

WOOD P.R., *Law and Practice of International Finance*, London, 2008.

WOOD P.R., *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions. The Law and Practice of International Finance Series,* III, London, 2007.

UDA G.M., *Obbligazioni*, in *Diritto privato*, a cura di S. Patti, Milano, 2017.

ZACCHEO M., *Cartolarizzazione*, in *Treccani Enciclopedia Italiana*, VII Appendice, 2006.

ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2002.

ZUDDAS G., *Il contratto di factoring*, Napoli, 1983.

Regolamento per la pubblicazione sulle collane del Dipartimento Jonico

1. *Collane di pubblicazioni del Dipartimento Jonico*

Il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture dell'Università degli Studi di Bari Aldo Moro ha tre distinte collane:

- Collana di pubblicazioni del Dipartimento Jonico (d'ora in poi Collana Cartacea), cartacea, affidata alla pubblicazione ad una Casa Editrice individuata con bando del Dipartimento, ospita lavori monografici, atti congressuali, volumi collettanei.
- Annali del Dipartimento Jonico, collana di volumi pubblicata on line dal 2013 sul sito www.annalidipartimentojonico.org. Essa ospita saggi, ricerche, brevi interventi e recensioni collegati alle attività scientifiche del Dipartimento Jonico. Gli Annali del Dipartimento Jonico hanno cadenza annuale.
- Quaderni del Dipartimento Jonico, collana di volumi pubblicata *on line* sul sito www.annalidipartimentojonico.org. Essa ospita lavori monografici, atti congressuali, volumi collettanei.

2. *Coordinamento delle Collane del Dipartimento Jonico*

È istituito un Coordinamento delle Collane del Dipartimento Jonico formato dai Direttori delle tre collane che dura in carica per un triennio.

Il Coordinamento è diretto dal Direttore del Dipartimento in qualità di Direttore della Collana cartacea, ed è convocato, secondo le necessità, anche su richiesta dei Direttori delle Collane. La riunione del Coordinamento a discrezione del Coordinatore può essere allargata anche ai componenti dei Comitati Direttivi delle tre collane dipartimentali. Il Coordinamento approva o rigetta le proposte di pubblicazione dei volumi delle Collane, dopo l'espletamento delle procedure di referaggio da parte dei Direttori e dei Comitati Direttivi. In caso di referaggi con esito contrastante, il Coordinamento decide sulla pubblicazione del contributo, sentito il parere del Comitato Direttivo della collana interessata. Il Coordinamento provvede alla formazione dei Comitati scientifici e dei Comitati Direttivi secondo le modalità stabilite dagli articoli successivi.

3. *Direttori delle Collane*

La Collana Cartacea è diretta d'ufficio dal Direttore del Dipartimento Jonico. Il Direttore degli Annali del Dipartimento Jonico è

eletto dal Consiglio di Dipartimento e la sua carica ha durata triennale. Il Direttore dei Quaderni del Dipartimento Jonico è eletto dal Consiglio di Dipartimento e la sua carica ha durata triennale. I Direttori ricevono le istanze di pubblicazione, secondo le modalità prescritte dagli articoli seguenti, valutano preliminarmente la scientificità della proposta, tenendo conto del curriculum del proponente e dei contenuti del lavoro, e procedono, nel caso di valutazione positiva, ad avviare le procedure di referaggio. I Direttori dirigono i lavori dei Comitati Direttivi e relazionano periodicamente al Coordinamento. I Direttori curano che si mantenga l'anonimato dei revisori, conservano tutti gli atti dei referaggio e informano gli autori sull'esito degli stessi, invitandoli alle necessarie modifiche/integrazioni, e, d'intesa con il Coordinamento, decidono la pubblicazione o meno, in caso di pareri contrastanti dei referees.

4 *Comitati scientifici*

Ogni collana ha un proprio comitato scientifico composto dai professori ordinari e associati del Dipartimento Jonico. Il Consiglio di Dipartimento può deliberare l'inserimento nel Comitato Scientifico di studiosi italiani o esteri non appartenenti al Dipartimento Jonico.

5. *Comitati Direttivi*

Ciascuna delle tre collane ha un proprio Comitato Direttivo formato da 4 professori ordinari o associati e 4 ricercatori, tutti incardinati nel Dipartimento Jonico. I Comitati Direttivi durano in carica tre anni e i componenti non sono immediatamente rieleggibili, salvo diversa delibera del Dipartimento Jonico. I requisiti per l'ammissione nei Comitati Direttivi sono determinati dal Consiglio di Dipartimento. A seguito di lettera del Coordinatore delle Pubblicazioni del Dipartimento Jonico, gli interessati presenteranno istanza scritta al Coordinamento che, in base alle indicazioni del Consiglio di Dipartimento, provvederà alla scelta dei componenti e alla loro distribuzione nei tre Comitati Direttivi. I Comitati Direttivi collaborano con il Direttore in tutte le funzioni indicate nell'articolo 3 ed esprimono al Coordinamento il parere sulla pubblicazione sulla loro collana di contributi che hanno avuto referaggi con esiti contrastanti. All'interno del comitato direttivo è stabilita la seguente ripartizione di funzioni: i professori ordinari e associati coadiuveranno il Direttore della Collana nelle procedure di refe raggio, mentre i ricercatori cureranno la fase di editing successiva all'espletamento positivo della procedu-

ra di referaggio, sotto la direzione di un Responsabile di Redazione nominato dal Coordinamento delle Pubblicazioni del Dipartimento Jonico.

6. *Procedura di referaggio*

Tutte le Collane del Dipartimento Jonico adottano il sistema di referaggio a "doppio cieco" con le valutazioni affidate a due esperti della disciplina cui attiene la pubblicazione, preferibilmente ordinari.

La procedura di referaggio è curata dal Direttore della Collana con l'ausilio dei professori ordinari e associati dei rispettivi Comitati Direttivi.

7. *Proposta di pubblicazione*

La proposta di pubblicazione deve essere indirizzata al Direttore della Collana su modulo scaricabile dal sito www.annalidipartimentojonico.org, nel quale il proponente dovrà indicare le proprie generalità e sottoscrivere le liberatorie per il trattamento dei dati personali e per l'eventuale circolazione e pubblicazione *on line* o cartacea del lavoro. Alla proposta di pubblicazione il proponente deve allegare il proprio *curriculum vitae et studiorum* e il file del lavoro in due formati (word e pdf).

Per la pubblicazione sulla Collana cartacea il proponente dovrà indicare i fondi cui attingere per le spese editoriali. Le proposte di pubblicazione dovranno attenersi scrupolosamente ai criteri editoriali pubblicati sul sito www.annalidipartimentojonico.org. Nel caso di non corrispondenza, i direttori potranno restituire il file e non ammettere la proposta. Nel caso siano previste scadenze, pubblicate sul sito, la proposta dovrà tassativamente entro la data indicata. I Direttori comunicheranno agli autori l'avvio della procedura di referaggio e il suo esito.

Espletata positivamente la procedura di referaggio, i responsabili della redazione delle rispettive Collane invieranno agli autori le indicazioni cui attenersi per la fase di editing.