

LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI IN ITALIA

COMMENTARIO ALLA LEGGE 30 APRILE 1999 N. 130

a cura di **ROBERTO PARDOLESÌ**

LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI IN ITALIA

196

Quaderni di
**GIURISPRUDENZA
COMMERCIALE**

CASA EDITRICE GIUFFRÈ

LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI IN ITALIA

COMMENTARIO ALLA LEGGE 30 APRILE 1999 N. 130

a cura di

ROBERTO PARDOLESI

con contributi di

CRISTINA ATTANASIO, FRANCESCO DI CIOMMO,
ALESSANDRO DI NEPI, MARCO GASPARINI,
MASSIMILIANO GRANIERI, RICCARDO LA COGNATA,
MARIO LISANTI, ANDREA RENDA, FRANCESCO SEASSARO,
NICOLA SQUILLACE



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ EDITORE - 1999

TUTTE LE COPIE DEVONO RECARE IL CONTRASSEGNO DELLA S.I.A.E.

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 1999

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 Varese - Via F. Guicciardini 66

INDICE SOMMARIO

<i>Presentazione</i> , di ROBERTO PARDOLESI	XVII
---	------

CAPITOLO I INTRODUZIONE.

LA SECURITIZATION TRA DIRITTO ED ECONOMIA, TRA NORMATIVA NAZIONALE E MODELLI STRANIERI di *Massimiliano Granieri e Andrea Renda*

1. Epifania e diffusione del fenomeno. Chiose terminologiche	1
1.1. Alcune perplessità sulla qualità dei crediti in Italia	6
2. Una, nessuna, centomila securitizations	7
2.1. Prospettive e finalità dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti	13
2.2.1. Reperimento e gestione della liquidità	14
2.1.2. Gestione del rischio di credito	15
2.1.3. Gestione del rischio di interesse e del rischio di cambio ..	18
2.1.4. Rispetto dei requisiti di <i>capital adequacy</i>	19
2.2. Un'operazione oltremodo complessa?	20
3. Schemi possibili dell'operazione	23
3.1. Modello franco-ispánico e modello anglosassone	25
4. Breve disamina del provvedimento di legge	27
4.1. Coordinamento con le disposizioni normative preesistenti	30
5. Lo schema giuridico adottato dal legislatore italiano. Ambito di applicazione della legge	33
5.1. Soggetti (rinvio)	36
5.2. Crediti	37
5.3. Le operazioni di cui all'art. 7	42
6. Tra attualità e futuro: perché una legge ora? Pubblico e privato nella securitization. La vicenda della cartolarizzazione dei crediti INPS	44

CAPITOLO II
I SOGGETTI CHE SVOLGONO
OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE
E LA SEPARAZIONE PATRIMONIALE
di *Francesco Di Ciommo*

1. Il soggetto cessionario dei crediti	51
1.1. Lo <i>Special Purpose Vehicle</i>	55
1.2. I tre modelli: <i>Pass-through, Asset-Backed, Pay-through</i>	58
1.3. La scelta italiana	61
1.4. La c.d. società per la cartolarizzazione dei crediti	66
1.5. La società emittente diversa dalla società cessionaria	71
1.6. I rapporti instaurati dalla c.d. società per la cartolarizzazione...	74
1.7. L'attività svolta dalle c.d. società per la cartolarizzazione	80
2. La separazione patrimoniale in capo alla cessionaria	82
2.1. Le azioni creditorie sul patrimonio cartolarizzato	86
2.2. La separazione patrimoniale nel d.lgs. 58/98	89
2.3. La pseudoseparazione nel patrimonio della fiduciaria	92
2.4. Il <i>trust</i> come strumento di segregazione	96
2.5. Operatività del <i>trust</i> nell'ordinamento italiano	100

CAPITOLO III
GLI INTERMEDIARI FINANZIARI
COINVOLTI IN UN'OPERAZIONE
DI *SECURITIZATION*
di *Mario Lisanti*

1. Definizioni	105
2. L' <i>originator</i>	110
3. Lo <i>SPV</i> e l' <i>issuer</i>	115
3.1. Il modello anglosassone	115
3.2. Il modello francese	116
4. Il <i>credit enhancer</i>	119
5. Il <i>servicer</i>	120

CAPITOLO IV
LA CESSIONE DEI CREDITI.
OPPONIBILITÀ AI DEBITORI CEDUTI ED AI TERZI
di *Francesco Seassaro*

1. Introduzione.....	121
2. Cessione dei crediti e pagamento con surrogazione.....	123
3. La cessione dei crediti nel codice civile.....	125
3.1. Opponibilità della cessione al debitore	126
3.2. Opponibilità della cessione ai terzi.....	127
3.3. Azione revocatoria	128
3.4. Cessione di crediti futuri	130
4. La cessione dei crediti ai sensi della legge 52/1991.....	131
4.1. Opponibilità della cessione al debitore	132
4.2. Opponibilità della cessione ai terzi.....	132
4.3. Azione revocatoria	133
4.4. Cessione di crediti futuri	135
5. La cessione di rapporti giuridici di cui all'art. 58 del T.U. bancario..	136
5.1. Cessione di crediti individuabili in blocco.....	136
5.2. Trasferimento al cessionario dei privilegi e delle garanzie	137
5.3. Opponibilità della cessione al debitore	139
5.4. Opponibilità della cessione ai terzi.....	140
5.5. Azione revocatoria	140
5.6. Cessione di crediti futuri	140
6. La cessione dei crediti ai sensi della legge 130/1999	141
6.1. Cessione di crediti individuabili in blocco.....	141
6.2. Trasferimento al cessionario dei privilegi e delle garanzie	142
6.3. Opponibilità della cessione al debitore	143
6.4. Opponibilità della cessione ai terzi.....	144
6.5. Azione revocatoria	145
6.6. Cessione di crediti futuri	149
7. Conclusione	150

CAPITOLO V
 CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI
 E SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO
 di *Nicola Squillace*

1. Premessa.....		153
2. I titoli emessi nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione sono strumenti finanziari.....		155
3. Il prospetto informativo: la diversa disciplina in funzione dei destinatari dell'offerta.....		157
4. Il contenuto minimo del prospetto rivolto agli investitori professionali		160
5. I titoli oggetti di cartolarizzazione e le agenzie di <i>rating</i>		161

CAPITOLO VI
 PROBLEMI FISCALI E DI BILANCIO
 di *Alessandro Di Nepi*

1. Premessa.....		163
2. Rilevanza degli aspetti contabili		166
3. Regime di esenzione dalle c.d. imposte d'atto		172
4. Il trasferimento dei crediti: profili di fiscalità indiretta		174
5. La cessione dei crediti e la determinazione del reddito imponibile ...		175
6. Risvolti fiscali concernenti l'emissione delle ABS.....		177
7. La <i>securitization</i> dalla parte dell'Amministrazione Finanziaria.....		179
8. <i>Securitization</i> e <i>trust</i> : spunti di diritto tributario		181
9. Osservazioni conclusive		185

CAPITOLO VII
 PRIMO APPROFONDIMENTO.
 PROFILI INTERNAZIONALPRIVATISTICI
 DELLE OPERAZIONI DI *SECURITIZATION*
 di *Riccardo La Cognata*

1. Premessa.....		191
------------------	--	-----

2. Il trasferimento dei crediti. La questione giurisdizionale.....	193
2.1. La scelta convenzionale del foro ai sensi della Convenzione di Bruxelles.....	194
2.2. La scelta convenzionale del foro ai sensi della legge n. 218/1995	196
2.3. L'individuazione del foro in assenza di determinazione pattizia. La soluzione convenzionale.....	199
2.4. Il foro competente ai sensi della legge n. 218/95	201
2.5. La legge applicabile. Il regime generale della Convenzione di Roma del 1980	202
2.6. La disciplina convenzionale in materia di cessione dei crediti. La scelta pattizia.....	205
2.7. Il diritto applicabile in assenza di determinazione pattizia	208
3. La legge regolatrice dei titoli rappresentativi dei crediti ceduti. Natura dei titoli e inquadramento normativo.....	213
3.1. L'applicabilità della <i>lex tituli</i>	214
3.2. Le questioni "fuori" dalla legge del titolo.....	216

CAPITOLO VIII
 SECONDO APPROFONDIMENTO.
 LA *SECURITISATION* IN INGHILTERRA
 di *Cristina Attanasio*

1. Lo sviluppo della <i>securitisation</i> nel mercato dei mutui ipotecari.....	219
2. <i>Securitisation</i> di crediti al consumo e legislazione a tutela del consumatore	221
3. Modalità di attuazione del trasferimento dei crediti.....	224
3.1. <i>Novation</i>	224
3.2. <i>Subparticipation</i>	225
3.3. <i>Assignment</i>	226
4. Requisiti del negozio di trasferimento	229
4.1. Profili civilistici.....	229
4.2. Profili contabili	230
5. <i>Securitisation</i> e revocatoria fallimentare	231

CAPITOLO IX
 TERZO APPROFONDIMENTO.
 L'ITER PARLAMENTARE DELLA LEGGE
 SULLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI
 di *Marco Gasparini*

1. Premessa	235
2. Il disegno di legge d'iniziativa governativa in materia di disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti (atto camera n. 5058).....	237
3. L'iter parlamentare di approvazione: l'esame in sede referente presso la Commissione finanze di Montecitorio	240
4. Le principali modifiche introdotte al testo governativo su iniziativa del comitato ristretto della commissione finanze (atto camera n. 5058/A)	248
5. L'approvazione in sede legislativa e la trasmissione al Senato del testo varato definitivamente il 22 aprile 1999 (atto Senato n. 3896) .	253

APPENDICE

<i>Fonti normative</i>	257
1. Legge 30 aprile 1999, n. 130 — Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti	257
2. Legge 21 febbraio 1991, n. 52 — Disciplina della cessione dei crediti di impresa	262
3. Decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 — Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (articoli estratti)	265
<i>Bibliografia ragionata</i>	271
<i>Scheda sugli autori del volume</i>	279

CAPITOLO II

I SOGGETTI CHE SVOLGONO OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE E LA SEPARAZIONE PATRIMONIALE (*)

SOMMARIO: 1. Il soggetto cessionario dei crediti. — 1.1. Lo *Special Purpose Vehicle*. — 1.2. I tre modelli: *Pass-through*, *Asset-Backed*, *Pay-through*. — 1.3. La scelta italiana. — 1.4. La c.d. società per la cartolarizzazione dei crediti. — 1.5. La società emittente diversa dalla società cessionaria. — 1.6. I rapporti instaurati dalla c.d. società per la cartolarizzazione. — 1.7. L'attività svolta dalle c.d. società per la cartolarizzazione. — 2. La separazione patrimoniale in capo alla cessionaria. — 2.1. Le azioni creditorie sul patrimonio cartolarizzato. — 2.2. La separazione patrimoniale nel d.lgs. 58/98. — 2.3. La pseudoseparazione nel patrimonio della fiduciaria. — 2.4. Il *trust* come strumento di segregazione. — 2.5. Operatività del *trust* nell'ordinamento italiano.

1. *Il soggetto cessionario dei crediti.*

Negli ultimi vent'anni si è osservato, almeno nei sistemi economici più evoluti, un costante aumento del numero dei soggetti direttamente coinvolti in operazioni finanziarie. Tale fenomeno è stato accompagnato da un notevole sviluppo qualitativo e quantitativo — forse, per le proporzioni assunte, inatteso — dei mercati mobiliari. Le due vicende non sono scindibili; né tantomeno è possibile parlare di un'influenza unidirezionale esercitata dalla prima sulla seconda, o viceversa. La proliferazione degli operatori ed il parallelo e contemporaneo afflusso di capitali nei mercati mobiliari di tutto il mondo sono, entrambi, sintomi evidenti di una congiuntura economica che ha modificato

(*) FRANCESCO DI CIOMMO.

abitudini e esigenze. Tale evoluzione è stata alimentata da diversi fattori innovativi che hanno interessato prodotti, processi e figure professionali. Ciò ha contribuito a far crescere la cultura finanziaria, anche attraverso la creazione di strumenti sempre più sofisticati e funzionali (dai meccanismi di indicizzazione finanziaria e valutaria ai contratti *swap*, dalle *options* ai *futures*).

Accanto ai nuovi strumenti, si è col tempo radicata una sensibilità che ha mirato a svecchiare i processi finanziari, al fine di realizzare, con i prodotti esistenti, nuovi assetti atti a soddisfare esigenze sempre più raffinate e particolari. Non pare, dunque, azzardato sostenere che, negli ultimi anni, in presenza di una sostanziale stabilizzazione dei prodotti disponibili, è proprio l'innovazione di processo (che investe l'organizzazione dei mercati e dei circuiti di produzione dei servizi finanziari) ad avere assunto il ruolo trainante dello sviluppo finanziario ⁽¹⁾.

Tra le tecniche finanziarie più innovative degli ultimi tempi, va annoverata quell'operazione di mobilitazione (c.d. cartolarizzazione, ovvero titolarizzazione) delle attività di bilancio (ovvero, più semplicemente, dei crediti) denominata, nel mondo anglosassone dove ha trovato le prime applicazioni pratiche, *securitization* ⁽²⁾. È possibile distinguere tre forme di *securitization*, in corrispondenza di tre distinte attività: a) l'emissione di titoli che possono essere considerati a tutti gli effetti sostitutivi di prestiti bancari; b) l'attività di vendita e di scambio di prestiti bancari; c) l'emissione di titoli a fronte di prestiti cartolarizzati (c.d. *Asset-Backed Securitization* o *ABS*) ⁽³⁾.

L'*ABS*, oggetto della nostra riflessione, è il risultato di

⁽¹⁾ Così E. MONTI - C. MESSINA, *La finanza per l'impresa*, cap. VI, Torino, 1992.

⁽²⁾ Sulla *securitization* come "innovazione di processo" che coinvolge più soggetti v. E. MONTI - C. MESSINA, *La tecnica della securitization*, in *Bancaria*, 1991, I, 3, 7. Per ulteriori considerazioni sul punto v. E. N. ROUSSAKIS, *Il credito bancario si evolve e diventa securitization*, *id.*, 1990, I, 3, 3; S. SZÉGO, *La "titolarizzazione" dell'attività bancaria*, *id.*, 1989, I, 2, 39; M. PRIVITERA, *Securitization: la trasformazione dei crediti in titoli negoziabili*, in *Amministrazione & finanza*, 1990, 22, 1220.

⁽³⁾ Più diffusamente su tale tripartizione v., *ex multis*, M. LA TORRE, *Securitization e banche: la titolarizzazione degli attivi bancari*, Bologna, 1995, 14.

un'innovazione di processo. Infatti, senza creare nuovi strumenti operativi, attraverso il funzionale collegamento di soggetti con propria personalità giuridica, si realizza una situazione nella quale, a fronte di un coacervo di attivi ceduti — che diventano patrimonio separato rispetto a quello, tanto del cedente, come sarebbe prevedibile, quanto, in qualche modo, e qui è la peculiarità, del cessionario —, sorgono diritti rappresentati da titoli che vengono compravenduti nei mercati mobiliari⁽⁴⁾. In altre parole, pur senza utilizzare alcuno strumento finanziario sconosciuto, si raggiunge un risultato nuovo attraverso uno studio di processo che, nell'organizzazione dell'operazione in questione, coinvolge diversi soggetti, tra i quali attenzione particolare merita il cessionario del portafoglio di attività cedute.

In seguito all'ampia utilizzazione che la cartolarizzazione dei crediti ha avuto nei sistemi dove da molti anni è conosciuta e praticata, si sono sviluppati diversi modelli di ABS (v. in proposito il Cap. I), ma la struttura di base dell'operazione è rimasta caratteristica comune a tutte le varianti. Essa prevede l'esistenza di un soggetto (c.d. *originator*) interessato ad aggregare tutti o parte dei propri flussi di cassa derivanti da impieghi *lato sensu* creditizi, al fine di creare titoli rappresentativi del portafoglio così formato che vengono collocati sul mercato mobiliare; e di un soggetto (c.d. *Special Purpose Vehicle*, ovvero *SPV*) che funge — nel sistema scelto dal nostro legislatore — da primo cessionario dei crediti che l'*originator* dismette. Tale cessionario, per finanziare il suo acquisto, emette titoli rappresentativi dell'o-

(⁴) I titoli emessi in un'operazione di securitization sono valori mobiliari, concetto quest'ultimo che in Italia è stato oggetto di svariate interpretazioni. V. tra gli altri, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 60-83; L. SALAMONE, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995; P. SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 499, nonché 507-508; C. RABITTI BEDOGNI, *Valori mobiliari*, voce dell'*Enc. giur. Treccani*, XXXII, 1994; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993. V. inoltre il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 che introduce la diversa nozione di "strumento finanziario", e il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, c.d. Testo unico dell'intermediazione finanziaria, che puntualizza — all'art. 1, comma 2 — il significato dell'espressione.

perazione e li vende direttamente sul mercato, ovvero ad una *investment bank* che ne curerà la collocazione diffusa ⁽⁵⁾.

Il cessionario interpone la propria personalità giuridica e la propria autonomia patrimoniale tra gli investitori, che acquistano i titoli rappresentativi dei crediti, e colui che i crediti ha ceduto, in modo tale che quest'ultimo non possa essere chiamato a rispondere delle eventuali inadempienze dei debitori ceduti (in quanto la cessione normalmente avviene *pro soluto*), e che l'eventuale dissesto finanziario dello stesso non si ripercuota sugli investitori, impedendo a questi ultimi di soddisfare le proprie aspettative, una volta che i debitori abbiano adempiuto alle loro obbligazioni.

La ragione principale per cui lo *SPV* assume un ruolo fondamentale, in un'operazione di cartolarizzazione dei crediti, sta dunque nel fatto che esso consente il concreto distacco dei crediti ceduti dal bilancio del cedente e, contemporaneamente, pone gli investitori al riparo dal rischio imprenditoriale connaturato all'attività dello stesso. In altre parole, grazie al trasferimento dei crediti dall'*originator* al cessionario, su chi acquista i titoli emessi da quest'ultimo grava solo il rischio insito in un'operazione che ha ad oggetto crediti — in quanto questi, per definizione, possono andare insoluti — e non anche il pericolo dell'eventuale dissesto del cedente. Ciò sempre che il cessionario non svolga, parallelamente alla sua attività tipica, altre attività i cui rischi imprenditoriali finirebbero, altrimenti, per gravare sul patrimonio cartolarizzato e dunque indirettamente sugli investitori. Il legislatore italiano ha inteso scongiurare quest'ultimo pericolo, non solo impedendo alla società cessionaria di svolgere attività diverse da quella consistente nell'acquisto e nella cartolarizzazione dei crediti (ma, in senso contrario, fin d'ora v. l'art. 2, comma 3, lett. *e*) della legge 130/99), bensì prevedendo anche che « i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patri-

⁽⁵⁾ Parzialmente diversa è l'esperienza maturata in alcuni paesi di *civil law* (in particolare Spagna e Francia) dove, per lo più, la cartolarizzazione viene realizzata, invece che per mezzo di *SPV*, attraverso fondi comuni del tipo dei *fonds communs de créances* francesi.

monio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni » ⁽⁶⁾. Su tali questioni si tornerà nel corso del capitolo.

Da quanto detto, risulta evidente che alla base di ogni operazione di *ABS* sta il rapporto trilatero tra cedente, cessionario e investitori; rapporto che, in ambiente angloamericano, può assumere diverse forme (*Pass-through, Asset-Backed, Pay-through*), tra le quali il legislatore italiano pare averne esclusa una, come tra breve si vedrà.

1.1. *Lo Special Purpose Vehicle.*

Lo *Special Purpose Vehicle* è — come anticipato — il veicolo finanziario utilizzato per realizzare la concreta separazione patrimoniale tra attività cedute e patrimonio del cedente. Esso rappresenta un serbatoio nel quale il soggetto che cede le proprie attività patrimoniali versa il ceduto, al fine di renderlo inattaccabile da parte dei propri creditori futuri e indipendente rispetto al suo eventuale dissesto ⁽⁷⁾.

Lo *SPV* assume, dunque, una funzione di garanzia per gli investitori che, in virtù della separazione dei crediti cartolarizzati dal patrimonio del cedente, non devono esprimere la loro fiducia sul complesso delle attività di quest'ultimo, in quanto restano — come detto — esposti esclusivamente al rischio correlato al portafoglio di crediti selezionato. Il ruolo dello *SPV*, nella sua duplice veste di cessionario del portafoglio crediti e di emittente dei titoli garantiti dal portafoglio medesimo, consiste essenzial-

⁽⁶⁾ Dal combinato disposto dei commi 1 e 2 dell'art. 3, risulta che la legge 130/1999 prevede la possibilità, per la società cessionaria, di svolgere più operazioni di cartolarizzazione contemporaneamente. A tale proposito sono state sollevate critiche (v. C. RUCCELLAI, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 643) delle quali si renderà conto nel corso del capitolo.

⁽⁷⁾ Ma nel sistema italiano è prevista la possibilità, per i creditori che si insinuano nel passivo fallimentare dell'*originator*, di aggredire la cessione con la revocatoria di cui all'art. 67 della legge 267/42, i cui termini di azionabilità sono tuttavia ridotti a sei e tre mesi. V. l'art. 5, comma 3 della legge.

mente nel permettere la separazione di questo da ogni altro patrimonio. Tale separazione rende il portafoglio cartolarizzato insensibile alle vicende economiche del cedente e risulta, perciò, necessaria al fine di infondere fiducia e catturare l'attenzione degli investitori.

Perché sussistano i presupposti necessari per la realizzazione della funzione tipica dello *SPV*, esso, in linea di principio, non deve svolgere altre attività rispetto a quella di acquisto degli attivi destinati alla mobilizzazione. Non può, dunque, effettuare investimenti, né acquistare pacchetti di crediti destinati a confondersi tra loro.

Nel modello angloamericano di securitization, l'attività del cessionario può essere svolta attraverso la costituzione di un *trust* ovvero attraverso una *special purpose company* ⁽⁸⁾. Nel primo caso, il cedente trasferisce allo *SPV*, che agisce in qualità di *trustee*, il portafoglio di attività selezionato, il quale è, dunque, destinato a costituire il *trust fund* ed a garantire il soddisfacimento delle pretese di cui si faranno portatori gli acquirenti dei titoli rappresentativi di dette attività. Sui vantaggi evenienti dall'utilizzazione di un *trust* in un'operazione di securitization, ci si intratterrà oltre nel corso di questo capitolo. Necessita, invece, tornare brevemente sulla seconda delle due possibilità poc'anzi prospettate. L'attività di veicolo finanziario dei crediti ceduti può essere svolta da una società che risulta prima cessionaria di detti crediti e che provvede a cartolarizzarne il valore al fine di collocarli sul mercato. Questa sembra la strada scelta dal legislatore italiano, ma ciò non esclude che — come meglio si vedrà più avanti — anche l'istituto del *trust* possa essere utilizzato nel nostro ordinamento per realizzare operazioni di cartolarizzazione.

Tra il tipico *SPV* e la c.d. « società per la cartolarizzazione dei crediti », prevista dal nostro legislatore, sussistono notevoli differenze, sia formali che sostanziali. A fini esemplificativi, se ne anticipa una: mentre il primo è normalmente creato dallo stesso *originator* — o da altri soggetti da questo incaricati —

(8) Così anche MONTI - MESSINA, *La tecnica della securitization*, cit.

per svolgere la singola operazione di cartolarizzazione, ed ha, dunque, un'esistenza legata alla durata di questa; la seconda pare destinata a svolgere un'attività imprenditoriale autonoma, nell'ambito della quale può gestire contemporaneamente la cartolarizzazione di più portafogli di crediti, finanche, sembra, per *originators* diversi, nonché investire — nei limiti e alle condizioni a cui fa riferimento la legge all'art. 2, comma 3, lett. e) — quanto ricevuto dai debitori ceduti.

Lo *SPV* è, dunque, — come è stato correttamente rilevato — una costruzione a montaggio meramente strumentale e temporaneo, normalmente controllata dagli stessi *arrangers* che organizzano l'operazione di cartolarizzazione su incarico o mandato dell'*originator* ⁽⁹⁾. Esso, perciò, è inquadrabile nell'ambito di quel complesso fenomeno di deintermediazione finanziaria, da alcuni anni oggetto di dibattito tra gli studiosi del settore. Si parla di deintermediazione (ovvero anche di disintermediazione), riferendosi a quei soggetti, interessati ad operazioni finanziarie, che attraverso il proprio coinvolgimento diretto evitano — per quanto possono — di rivolgersi agli intermediari, in tal modo riducendo le dispersioni informative e, il più delle volte, i costi, nonché guadagnando una maggiore libertà nel determinare tutte le varianti dell'operazione.

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 al quale si faceva riferimento in apertura di capitolo. Esso, conviene ripeterlo, è un mero veicolo finanziario atto a realizzare la separazione patrimoniale tra attività del cedente e portafoglio di crediti ceduto.

Si può, dunque, ritenere che, pur applicandosi per espressa previsione di legge, ai soggetti che si occupano di cartolarizzazione in Italia, una disciplina analoga a quella predisposta per

(9) Così RUCELLAI, *op. ult. cit.*, 644.

l'intermediazione finanziaria — nelle parti del Testo unico bancario ⁽¹⁰⁾ richiamate espressamente all'art. 3 della legge in commento —, non si deve cadere nell'errore di considerare tali soggetti veri e propri intermediari, onde evitare di ritenere *sic et simpliciter* operanti in *subiecta materia* i principi che regolano l'attività di questi ultimi. Si farà riferimento a tali principi soltanto quando le fattispecie concrete, di volta in volta prese in considerazione, presenteranno effettive analogie rispetto alle vicende tipiche dell'intermediazione finanziaria, *stricto sensu* intesa.

1.2. I tre modelli: *Pass-through*, *Asset-Backed*, *Pay-through*.

La struttura di una *ABS* — che, per esigenze descrittive, è stata presentata in apertura di capitolo in termini del tutto generali — nella realtà pratica conosce diversificazioni dalle quali non si può prescindere se si vuole cogliere a pieno la portata dell'attività svolta ed il ruolo, nelle diverse situazioni, assunto dallo *SPV*, nonché il senso della scelta operata dal legislatore italiano.

È possibile distinguere essenzialmente tre strutture fondamentali di *ABS*: la c.d. *pass-through*, la c.d. *pay-through*, e la c.d. *asset-backed* ⁽¹¹⁾. Le differenze tra i tre modelli ruotano attorno: 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 ri-

⁽¹⁰⁾ Il Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia è contenuto nel D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, pubblicato nel *Suppl. ordinario* alla *GAzz. Uff.* 30 settembre 1993, n. 230.

⁽¹¹⁾ Diffusamente su tali forme di *ABS*, LA TORRE, *op. cit.*, 48-52. Ma in senso parzialmente difforme, A. FRIGNANI, *La « securitization » come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro it.*, 1995, V, 303-304. Le differenze riscontrabili nelle esposizioni dei due autori paiono, tuttavia, riconducibili a questioni solo formali.

spetto ai crediti cartolarizzati, ovvero — almeno formalmente — indipendenti dal comportamento dei debitori ceduti).

Procedendo con ordine, si può riassuntivamente ricondurre la struttura denominata *pass-through* ad un'operazione di *trust* ⁽¹²⁾. In essa, l'*originator* trasferisce il portafoglio di attivi, da esso selezionati, ad uno *SPV*, che, in qualità di *trustee* (ovvero fiduciario), funge da depositario e da gestore dei crediti di cui si è fatto cessionario. Nasce così, dall'accordo intercorrente tra *originator* e *SPV* (c.d. *Trust Agreement*, ovvero *Pooling and Servicing Agreement*), un *grantor trust*. In base a tale accordo, lo *SPV-trustee* acquisisce, per conto del *trust*, il portafoglio di attività che l'*originator* cede e si impegna ad emettere titoli rappresentativi del *trust fund*, così da trasferire la proprietà del portafoglio agli acquirenti dei titoli ⁽¹³⁾. Prima che la sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori avvenga, nel mondo anglosassone — nel quale il *trust* da centinaia di anni è considerato pietra angolare del sistema giuridico —, in capo allo *SPV* è ravvisabile una titolarità funzionalizzata del portafoglio cartolarizzato. Nel momento in cui i titoli vengono trasferiti dallo *SPV* agli investitori, questi ultimi acquistano la piena proprietà (*pro quota*) del portafoglio oggetto di cartolarizzazione. I certificati *pass-throughs* non vengono, infatti, considerati come obbligazioni dell'*originator* o dello *SPV* e — dopo la vendita — non compaiono nel bilancio degli stessi ⁽¹⁴⁾.

Il modello di *ABS* denominato *pay-through* si differenzia dal *pass-through*, in quanto gli attivi ceduti non diventano mai proprietà degli investitori e restano nella titolarità dello *SPV* che ha emesso i titoli rappresentativi ⁽¹⁵⁾. Anche utilizzando tale

⁽¹²⁾ Lo schema denominato *pass-through* è utilizzato negli Stati Uniti ma non in Gran Bretagna, dove esso implica svantaggi fiscali ed incorre nei limiti imposti dal *Financial Service Act* del 1986 e dal *Prevention of Fraud Act* del 1958.

⁽¹³⁾ La traduzione in termini civilistici di ogni vicenda di *trust*, istituto tipico della tradizione anglosassone e dunque del *common law*, sconta inevitabilmente il rischio di qualche approssimazione.

⁽¹⁴⁾ Così LA TORRE, *op. cit.*, 49, cui si rinvia per ulteriori approfondimenti sul metodo *pass-through*.

⁽¹⁵⁾ Lo struttura di *ABS* c.d. *pay-through* è stata utilizzata sia negli Stati

struttura ci si può servire di un *trust* per segregare il portafoglio ceduto. In tal caso, però, il cessionario-*trustee* emittente non si impegna a trasferire la proprietà del *trust fund* agli investitori, bensì riconosce in capo a questi un diritto equitativo nei suoi confronti. Essi infatti, attraverso la sottoscrizione dei titoli, assumono la qualifica di beneficiari del *trust* istituito. La proprietà dei crediti ceduti resta, dunque, in capo allo *SPV* ed in capo agli investitori-beneficiari del *trust* si può rinvenire soltanto un'aspettativa che, in termini civilistici, sarebbe più corretto — sebbene, per certi versi, comunque approssimativo — qualificare come diritto di credito nei confronti dello stesso *trustee*. Qualora si volesse utilizzare il *trust* per realizzare operazioni di *ABS* in Italia, la situazione dovrebbe essere qualificata giuridicamente nei termini, parzialmente diversi da quelli qui esposti, di cui si dirà *infra* ⁽¹⁶⁾.

La terza struttura possibile per realizzare operazioni di *ABS* è detta *asset-backed*. Anche in questo caso, come per la c.d. *pay-through*, i titoli, nei quali viene cartolarizzato il portafoglio di attivi ceduti, non conferiscono la proprietà (come, invece, nel caso di *pass-through*), bensì un diritto di credito nei confronti dello *SPV* emittente. Un *asset-backed bond* rappresenta, infatti, un'obbligazione debitoria dell'emittente, ma — e in ciò sta la sua peculiarità — circoscritta al solo portafoglio posto a garanzia di tale credito, cosicché è esclusa ogni pretesa ulteriore sul patrimonio dell'emittente ovvero sugli interessi generati dai crediti che restano insoluti più a lungo del previsto. In tale conte-

Uniti che in Gran Bretagna ed in essa lo *SPV* ha normalmente assunto la forma giuridica di una società di persone o capitali.

⁽¹⁶⁾ Il *trust* è stato introdotto in Italia il 1° gennaio 1992, in seguito all'entrata in vigore della Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985, ratificata dal nostro legislatore con la legge n. 364 del 16 ottobre 1989 (per tutti i necessari riferimenti, v. *infra*). A distanza di sette anni dall'introduzione di tale istituto nel panorama civilistico italiano, le incertezze manifestate da una parte della dottrina in ordine ai limiti entro i quali lo stesso è legittimato ad operare tra i nostri confini ne hanno, finora, ostacolato l'utilizzazione. Per una panoramica delle problematiche sollevate dall'operatività del *trust* in ordinamenti di *civil law*, e sulla qualificazione giuridica dei diritti attribuiti a *trustee* e beneficiari in un'operazione di *trust*, v. i paragrafi 2.5 e 2.6 del presente capitolo.

sto, lo *SPV* può assumere la forma di una società (di capitali ovvero di persone) o di un *owner trust*, ed in quest'ultimo caso la vicenda ricorda la struttura *pass-through*, con la differenza determinante che i titoli negoziati sul mercato non incorporano diritti *pro quota* di proprietà sugli attivi cartolarizzati, bensì — come nel caso di *pay-through* —, e come già detto, diritti di credito verso l'emittente. Nella *asset-backed structure* la proprietà degli attivi è, dunque, dell'emittente che — a differenza di quanto avviene in un'operazione di *pay-* o di *pass-through* — trasferisce agli investitori, periodicamente, ovvero in un'unica soluzione, somme indipendenti rispetto agli interessi generati dai prestiti.

1.3. *La scelta italiana.*

Come risulta evidente dalla descrizione delle tre strutture tipiche di *ABS* — e come, peraltro, già anticipato —, in ogni operazione di cartolarizzazione il soggetto cessionario-emittente svolge una funzione determinante, in quanto dalla forma giuridica che esso assume (società di persone, di capitali, ovvero *trustee*), dagli strumenti che usa (ad esempio, il *trust*), e dal rapporto che instaura con gli investitori (cessione del diritto di proprietà, ovvero obbligo di corrispondere una certa somma ad una certa data) dipende la qualificazione tecnico-giuridico-finanziaria dell'operazione stessa e, in molti casi, la sua riuscita. In altre parole, e semplificando, se il cessionario-emittente resta proprietario degli attivi anche dopo la collocazione sul mercato e la vendita dei titoli, allora l'operazione verrà qualificata come *pay-through* o come *asset-backed* (ma non come *pass-through*), a seconda del tipo di obbligazione che esso assume nei confronti di chi possiede i titoli: se correlata agli interessi generati dai prestiti cartolarizzati, si avrà *pay-through*, altrimenti, *asset-backed*. La scelta tra i tre modelli — ove consentita — è condizionata da valutazioni che investono la qualità degli attivi cartolarizzati ed il *rating* di cui il portafoglio gode, oltre che le condizioni generali di mercato e, dunque, la maggiore o minore disponibilità degli investitori a rischiare. Tali valutazioni tecniche vengono normal-

mente compiute dall'*originator*, il quale — come pare del tutto evidente —, quanta più libertà di scelta detiene, tanto meglio può organizzarsi.

Il legislatore italiano ha inteso imporre modalità operative al cessionario-emittente che rendono impossibile — almeno di non voler realizzare un'operazione atipica di cartolarizzazione servendosi dell'istituto del *trust* ⁽¹⁷⁾ — il ricorso al modello denominato *pass-through*, così riducendo la libertà di scelta dei soggetti interessati. Ciò in quanto, all'art. 3, comma 2, della legge in commento, si prevede testualmente che « su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi » e, dunque, si attribuisce ai titolari dei valori mobiliari emessi dallo *SPV* la qualifica di creditori e non di proprietari *pro quota* del portafoglio cartolarizzato. L'interpretazione proposta trova conferma nella semplice lettura della seconda parte della stessa norma, nella quale si afferma che i titoli vengono emessi per finanziare l'operazione di acquisto dei crediti destinati alla cartolarizzazione. Tale emissione può, dunque, essere considerata un'operazione di ricorso al credito da parte dello *SPV* italiano, che rimane per tutto il corso dell'operazione l'unico proprietario del portafoglio ceduto.

Provando a costruire diversamente da come si è, fin qui, fatto la situazione disegnata dal legislatore all'art. 3, si potrebbe pensare che lo *SPV* in Italia debba svolgere funzione di mandatario, in quanto esso acquista gli attivi ceduti dall'*originator* per conto degli investitori che hanno — preventivamente, contemporaneamente, ovvero anche successivamente — fornito i capitali necessari. Tale ricostruzione non convince, in quanto — come detto — i proprietari dei valori mobiliari emessi dallo *SPV* sono esclusivamente titolari di un diritto di credito nei suoi confronti, mentre — in tema di mandato avente ad oggetto beni mobili o crediti — il combinato disposto degli artt. 1705, comma 2°, 1706, comma 1°, e 1707 c.c., ha indotto la dottrina e la giuri-

⁽¹⁷⁾ In tema di utilizzazione del *trust* in ambito finanziario, *ex ceteris*, v. R. LENER, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. delle società*, 1989, 1050.

sprudenza prevalenti a ritenere che il mandante diventi proprietario dei beni acquistati per suo conto nel momento stesso in cui il mandatario li acquista dal terzo in nome proprio ⁽¹⁸⁾.

Alla luce di quanto fin qui detto, pare, dunque, che il modello di cartolarizzazione al quale il legislatore italiano ha pensato preveda l'esistenza di una società che, sola o con l'ausilio di un altro soggetto, mette sul mercato titoli rappresentativi di un credito nei suoi confronti e, attraverso tale operazione, acquisisce i capitali necessari per acquistare i crediti che l'*originator* cede, dalla riscossione dei quali trarrà quanto necessario per soddisfare le aspettative degli investitori. Tale vicenda ricorda quelle tipiche del mercato obbligazionario, al quale si fa spesso ricorso proprio per finanziare investimenti ⁽¹⁹⁾.

Il vantaggio, derivante dall'aver regolato per legge l'emissione di tali titoli pseudo-obbligazionari, consiste nella previsione di un diverso regime delle garanzie rispetto a quello, piuttosto astringente, di cui all'art. 2410 c.c. ⁽²⁰⁾. Erano proprio i

⁽¹⁸⁾ Si ritiene che, in tal modo, il mandante diventi proprietario di pieno diritto ed *erga omnes*, pur mantenendo l'acquisto occulto ai terzi finché non venga immesso dal mandatario nel possesso dei beni (o non esperisca azione giudiziaria contro il mandatario inadempiente all'obbligo di consegna). Tale convinzione nasce dalla lettura dell'art. 1707 c.c., il quale prevede che, sui beni mobili o sui crediti acquistati in nome proprio dal mandatario senza rappresentanza, i creditori dello stesso non possano far valere le proprie ragioni, ancorché tali beni — ai sensi dell'art. 1705, 1° comma, c.c. — siano intestati al mandatario e, dunque, formalmente rientrino nel suo patrimonio. Sul mandato senza rappresentanza, tra gli altri, v. SANTAGATA, *Del mandato. Disposizioni generali*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Libro IV, *Delle obbligazioni*, (artt. 1703-1709), Bologna-Roma, 1985, 349; LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, nel *Tratt. dir. civ. e comm.*, già diretto da Cicu e Messineo, XXXII, Milano, 1984; Id., *Il mandato e la commissione*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, vol. XII, tomo IV, Torino, 1981, 7.

⁽¹⁹⁾ I titoli emessi in un'operazione di securitization sono valori mobiliari. In proposito v. nota n. 4.

⁽²⁰⁾ La disciplina della cessione dei crediti contenuta nel codice civile (artt. 1260 e ss.) — che risultava, certamente, di ostacolo alla facile circolazione degli stessi — aveva già subito un'importante deroga ad opera della legge 21 febbraio 1991, n. 52 sul *factoring* (per la quale, v. *infra*). Tale intervento normativo creava un regime agevolato per il trasferimento dei crediti d'impresa e, dunque, ne consentiva la circolazione, sempre nel rispetto di alcuni limiti che la normativa attuale

limiti posti all'emissione di titoli obbligazionari ad impedire in Italia, prima dell'emanazione della legge 130/99, che un soggetto cessionario di crediti, senza avere un patrimonio ulteriore rispetto al portafoglio da acquistare (ovvero acquistato), emettesse valori mobiliari ⁽²¹⁾. Ciò in quanto l'art. 2410 c.c. — richiamato dall'art. 11 della legge bancaria e dalla normazione secondaria emanata dal CICR (in particolare, v. la delibera CICR del 3 marzo 1994, che estende i limiti previsti per le emissioni obbligazionarie anche ai valori mobiliari diversi dalle obbligazioni) —, nonché la restante normativa in materia, fanno sempre e comunque riferimento al capitale ed alle riserve dell'emittente come parametro per stabilire l'entità dell'emissione consentita ⁽²²⁾. L'ammontare consentito dell'emissione obbligazionaria e/o di valori diversi dalle obbligazioni è, dunque, sempre parametrato a criteri di adeguatezza riferiti al patrimonio del soggetto emittente ⁽²³⁾.

Trattasi di una cautela tecnica stabilita in applicazione del principio fondamentale fissato dall'art. 2740 c.c., in forza del

supera (ad esempio, veniva autorizzata la cessione dei crediti futuri, ma solo limitatamente ai contratti stipulati nei ventiquattro mesi successivi).

⁽²¹⁾ La legge 130/1999 dispone espressamente, all'art. 5, comma 2, che all'emissione dei titoli rappresentativi dei crediti acquistati « non trovano [...] applicazione gli artt. da 2410 a 2420 del codice civile ».

⁽²²⁾ V., ad esempio, l'art. 2 del d.l. 21 giugno 1993, n. 198 (in *Gazz. Uff.* 22 giugno 1993, n. 144), convertito con legge n. 292 del 9 agosto 1993 (in *Gazz. Uff.* 12 agosto 1993, n. 188), che — in tema di enti pubblici trasformati in società per azioni — così dispone: « In deroga a quanto previsto dal primo comma dell'art. 2410 del codice civile, le società derivanti dalle trasformazioni di cui al comma 1, possono emettere obbligazioni per somme non eccedenti l'ammontare del capitale sociale e della speciale riserva di cui all'art. 15, comma 2, del decreto-legge 11 luglio 1992 n. 359, come modificato dall'art. 1 del presente decreto. » Discorso a sé merita la legge 13 gennaio 1994, n. 43 (in *Gazz. Uff.* 20 gennaio 1994, n. 15) che ha disciplinato le cambiali finanziarie: titoli di credito all'ordine, la cui emissione in serie costituisce raccolta di risparmio ai sensi dell'art. 11 del T.U. bancario.

⁽²³⁾ L'argomento obbligazionario è stato ampiamente trattato dalla dottrina italiana, tra gli altri v. CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988; CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, volume V, 1988; CLARIZZA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, volume XVI, 1985; PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964.

quale il debitore risponde delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri o, in altri termini, del principio che vuole che la garanzia del creditore sia costituita dal patrimonio del debitore (c.d. garanzia generica). Cosicché, per l'ipotesi di raccolta di risparmio tra il pubblico, mediante emissione di obbligazioni e/o di altri valori mobiliari, il legislatore si preoccupa che questi impegni verso gli investitori non eccedano certi limiti, fissati con riferimento al patrimonio del soggetto emittente. La società interessata può, dunque, emettere obbligazioni per una somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato (criterio c.d. della reale esistenza del capitale sociale); tale somma può essere superata se le obbligazioni sono garantite da ipoteca, ovvero da titoli nominativi emessi e garantiti dallo Stato o da c.d. crediti di annualità e sovvenzioni, sempre a carico dello stato Stesso o di enti pubblici⁽²⁴⁾. Inoltre, quando le obbligazioni emesse, tenuto conto degli aumenti di capitale eventualmente deliberati, superano il limite dei dieci miliardi di lire (ovvero se superano tale soglia le operazioni realizzate nell'arco di dodici mesi) — come accade normalmente in caso di cartolarizzazione — si deve dare preventiva comunicazione alla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 129 del

⁽²⁴⁾ Questione discussa in dottrina è quella afferente alla garanzia ipotecaria (sul punto v. F. LUZZI, *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 218; NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, *id.*, 1988, I, 449; SALAFIA, *La garanzia per l'emissione di prestito obbligazionario eccedente il limite del capitale*, in *Le società*, 1997, 873). In particolare, è controverso se l'ipoteca debba coprire l'intero importo delle obbligazioni emesse, ovvero la sola eccedenza rispetto al capitale sociale individuato ai sensi del comma 1 dell'art. 2410 c.c. In dottrina pare prevalere la seconda opinione, ma la giurisprudenza più recente ha ritenuto che « la deroga al limite del capitale prevista dall'art. 2410, comma 1, c.c. riferisce l'ammontare della garanzia a quello delle obbligazioni emesse e non all'eccedenza dell'importo delle obbligazioni rispetto al capitale sociale (cui si riferisce, invece, l'art. 2410, comma 1, n. 2, c.c.) ». Così App. Milano, 27 giugno 1997 (decr.), in *Notariato*, 1998, 241; Cfr. App. Firenze, 27 aprile 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, 100; Trib. Milano, 17 luglio 1982 e App. Milano, 11 novembre 1982, *id.*, 1983, II, 750; Trib. Genova, 13 maggio 1987, in *Le società*, 1987, 965; Trib. Roma, 13 novembre 1988 e Trib. Roma, 14 giugno 1985, in *Riv. not.*, 1985, 988; Trib. Trieste, 24 febbraio 1994, *id.*, 1994, 533.

Testo unico in materia bancaria e creditizia. Tale ultima disposizione, contrariamente a quanto detto per l'art. 2410 c.c., trova applicazione anche in materia di cartolarizzazione dei crediti, in forza dell'espresso richiamo contenuto nell'art. 5 della legge in commento.

In definitiva, attraverso il modello tracciato nella recente normativa italiana, si consente alla società cessionaria di svolgere — parzialmente svincolata dagli obblighi e dalle garanzie imposte normalmente alle operazioni obbligazionarie — sia l'attività di acquisto degli attivi dell'*originator* che quella di emissione di titoli, mentre fino ad ora chi avesse voluto realizzare operazioni di cartolarizzazione in Italia avrebbe dovuto, per aggirare i limiti predetti, affidarsi — quanto meno per l'emissione dei valori mobiliari e per la conseguente raccolta dei fondi — ad un soggetto estero.

1.4. *La c.d. società per la cartolarizzazione dei crediti.*

La c.d. « società per la cartolarizzazione dei crediti » è il veicolo finanziario che il legislatore italiano ha creato al fine di consentire nel nostro ordinamento operazioni di securitization. Essa, soltanto per approssimazione, può essere considerata una specie del *genus Special Purpose Vehicles*, in quanto dal modello classico di *SPV*, come meglio si vedrà, si differenzia notevolmente.

La recente normativa prevede i requisiti e le modalità operative di tale società nel nostro ordinamento ed in particolar modo, seppure implicitamente, dispone che: 1) il tipo societario prescelto può essere uno qualunque tra quelli di capitale ⁽²⁵⁾; 2) il capitale sociale può essere quello minimo previsto dalla legge per il tipo prescelto, indipendentemente dall'ammontare dei titoli emessi ⁽²⁶⁾; 3) alle predette società si applica l'art. 106, comma

⁽²⁵⁾ Così risulta dall'art. 106, comma 3, lett. a) del Testo unico bancario richiamato dall'art. 3, comma 3, della recente legge sulla cartolarizzazione dei crediti.

⁽²⁶⁾ Ciò in quanto, all'art. 5, 2° comma, si dispone espressamente la non applicabilità dell'art. 11, comma 2, del Testo unico bancario.

4, lett. b) del Testo unico bancario, che consente al Ministro del tesoro, « per intermediari finanziari che svolgono determinati tipi di attività », di « vincolare » la scelta della forma giuridica, consentire l'assunzione di nuove forme giuridiche e stabilire diversi requisiti patrimoniali ⁽²⁷⁾. Sulle problematiche suscitate da tali previsioni necessita soffermarsi.

L'aver previsto espressamente l'esistenza di una società cessionaria (degli attivi ceduti dall'*originator*) significa — secondo parte della dottrina — aver voluto evitare l'alternativa del c.d. fondo comune di crediti, per la quale hanno invece optato i legislatori francese e spagnolo ⁽²⁸⁾. Tale scelta, sempre a detta della stessa dottrina, si rivela corretta ove si rifletta sui costi di gestione che caratterizzano il fondo comune, e che sono invece estranei ai veicoli tipici utilizzati in operazioni di securitization, i quali non devono avere strutture, oneri, o responsabilità di gestione.

In realtà, a ben vedere, si può ritenere che il nostro legislatore abbia consentito di realizzare operazioni di cartolarizzazione anche attraverso l'utilizzazione di fondi comuni d'investimento. Ciò in quanto, l'art. 30 del Testo unico in materia finanziaria

⁽²⁷⁾ In origine, ai sensi della legge n. 52/91, disciplinante il *factoring*, le società cessionarie dovevano essere iscritte all'albo speciale tenuto presso la Banca d'Italia. In seguito al d.lgs. n. 385/93, si è imposta l'iscrizione nell'elenco generale di cui all'art. 106 dello stesso testo unico e successivamente, in presenza di determinati requisiti, anche nell'elenco speciale di cui all'art. 107, 2° comma, con conseguente diretta supervisione della Banca d'Italia. L'art. 106 prevede l'iscrizione nell'elenco degli intermediari finanziari di quei soggetti che svolgono verso il pubblico le attività di assunzione di partecipazioni, la concessione di finanziamenti, l'intermediazione in cambi, la prestazione di servizi di pagamento. Tali intermediari, per poter esercitare l'attività, devono avere un capitale di un miliardo di lire versato, la natura giuridica di società di capitali, l'esclusività dell'attività esercitata.

⁽²⁸⁾ V. RUCELLAI, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischio ed opportunità*, cit. Dello stesso A., v. *I problemi legati allo sviluppo della securitization in Italia; prospettive di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 114; e *Un progetto normativo per la cartolarizzazione dei crediti*, *id.*, 1997, I, 161. Non si può non rilevare come la posizione dell'A. citato, circa la scelta italiana di preferire la soluzione angloamericana a quella civilistica incentrata sull'utilizzazione dei fondi comuni di investimento, sia, in realtà, frutto di una riflessione antecedente alla formulazione definitiva del testo di legge.

(d.lgs. 58/98) — da parte sua — prevede che il regolamento dei fondi, nell'indicare i beni oggetto di investimento, possa riferirsi anche a crediti; ed inoltre, l'art. 7, comma 1, lett. b), della legge in commento, dispone l'applicazione della disciplina sulla cartolarizzazione anche in caso di cessioni a favore di fondi comuni d'investimento aventi ad oggetto crediti.

Tornando alla società cessionaria, va sottolineato come la libertà di scelta, circa il tipo societario da adottare per svolgere attività di cartolarizzazione, costituisca ulteriore prova che i titoli emessi — in qualche modo rappresentativi dei crediti dalla stessa acquistati o da acquistare — non sono obbligazionari, in quanto, se lo fossero, non potrebbero certo venire emessi da società a responsabilità limitata⁽²⁹⁾. Essi vanno, dunque, considerati titoli atipici — anche in virtù di quanto detto circa la non assoggettabilità degli stessi alle norme che regolano le emissioni obbligazionarie —, in particolare, pseudo-obbligazioni ad esigibilità limitata (*limited recourse*), poiché circoscritta dal portafoglio dei crediti posto a garanzia dei titoli, essendo — in una tipica vicenda di *ABS* — esclusa qualsiasi pretesa ulteriore sul patrimonio dell'emittente⁽³⁰⁾.

L'art. 3 presuppone che la c.d. società per la cartolarizzazione dei crediti sia dotata di una sua autonomia imprenditoriale e prevede espressamente che questa abbia « per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione ». La società cessionaria dei crediti, dunque, deve perseguire un proprio scopo imprenditoriale, il quale non può che essere, per definizione, la produzione di utili, in quanto deve essere qualificabile come scopo di lucro (e la possibilità di dividere utili tra i soci è presupposto essenziale per realizzare lo scopo di lucro), ai sensi degli artt. 2247 e 2082 c.c. Ciò alla stregua di una società di *factoring* o di un qualsiasi intermedia-

⁽²⁹⁾ Così RUCELLAI, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi ed opportunità*, cit., 645, il quale ritiene che quelli in questione siano titoli atipici ad esigibilità limitata (*limited recourse*), *id est*, rigorosamente limitata al portafoglio a garanzia di quei crediti.

⁽³⁰⁾ Così RUCELLAI, *op. ult. cit.*, 645.

rio finanziario non bancario. Tale assimilazione trova origine nell'indirizzo, a suo tempo espresso dalla Banca d'Italia, in virtù del quale, per le cartolarizzazioni con cedente (*originator*) italiano, la cessionaria doveva possedere i requisiti previsti per una società di *factoring* dalla legge 52/91⁽³¹⁾, e quindi anche i requisiti dell'art. 106 del Testo unico bancario, che infatti l'art. 3 della legge in commento richiama come applicabile, seppure escludendone alcune parti. In realtà, se detta assimilazione aveva un senso compiuto in una situazione di vuoto legislativo, non pare che lo abbia in presenza di una legge italiana regolatrice⁽³²⁾. Anche per tale ragione, come anticipato, non sembra corretto considerare le c.d. società per la cartolarizzazione come fossero intermediari finanziari ed applicare ad esse i principi che si ritiene regolino l'attività di intermediazione.

Mentre, come detto, i soggetti che svolgono attività di cartolarizzazione dei crediti in Italia — in quanto società — dovranno svolgere un'attività imprenditoriale ed avere uno scopo di lucro, lo *SPV* classico, per definizione, non ha alcuno scopo di produzione di utili, e serve soltanto ad isolare un portafoglio crediti al fine di segregarlo nei termini già descritti. Lo *SPV* non è neppure una *societas unius negotii*, in quanto quest'ultima è pur sempre una società, costituita allo scopo di produrre l'utile derivante dallo specifico affare e distribuirlo ai soci.

La difficoltà esistente nel realizzare operazioni tradizionali di securitization attraverso un veicolo che, invece di essere un fondo per la segregazione dei crediti ceduti, è un vero e proprio soggetto giuridico dotato di propria autonomia imprenditoriale e patrimoniale, impedì operazioni di cartolarizzazione in Italia anche in seguito all'emanazione della citata legge 21 febbraio 1991, n. 52, che ha innovato la disciplina relativa alla cessione dei crediti di impresa. Tale normativa, nella sua formulazione originaria, prevedeva che cessionario fosse « una società o un

⁽³¹⁾ La legge 21 febbraio, 1991, n. 52 che ha disciplinato la cessione dei crediti di impresa (c.d. *factoring*) è stata pubblicata in *Gazz. Uff.* 25 febbraio 1991, n. 47.

⁽³²⁾ In questo senso ancora RUCELLAI, *op. ult. cit.*, 644.

ente, pubblico o privato, avente personalità giuridica, sempre che, in ogni caso, l'oggetto sociale preveda anche l'acquisto di crediti di impresa, ed il cui capitale sociale o il fondo di dotazione sia non inferiore a dieci volte il capitale minimo previsto per le società per azioni » (art. 1, comma 1, lett. c), sostituito poi dall'art. 156, comma 2, del Testo Unico bancario, d.lgs. 385/93). I problemi suscitati dalla disposizione citata riguardarono in particolare l'ingente capitalizzazione richiesta e la natura stessa della società in questione, che poteva svolgere molteplici attività, tra le quali — necessariamente — anche quella di cessionaria di crediti di impresa. Non era logico pensare che tale società avrebbe svolto il ruolo tipico dello *SPV* (non era questo, del resto, il risultato perseguito) ed infatti così non fu. Non nacquero, in altre parole, soggetti destinati ad acquistare e gestire attività di bilancio (*rectius*, dello stato patrimoniale) e la legge servì soltanto per consentire alle imprese di trasferire crediti pecuniari verso corrispettivo godendo di un regime agevolato.

La situazione creata dalla recente legge italiana sulla cartolarizzazione dei crediti pare diversa. La società cessionaria non è sottoposta per ora a speciali obblighi di capitalizzazione — se non quelli minimi previsti per le società di capitali — e non può svolgere altra attività, se non quella di cartolarizzazione. Prova ne sia il fatto che l'art. 3, comma 3, prevede l'inapplicabilità, a dette società, del requisito di capitalizzazione previsto dall'art. 106, comma 3, lettera c) del Testo unico bancario e che, a sua volta, l'art. 5 comma 2 esclude l'applicazione dell'art. 11, comma 2, dello stesso testo unico.

La società a cui ha pensato il nostro legislatore è, dunque, cosa profondamente diversa, non solo rispetto al modello di cui alla legge 52/91, ma — nella forma (è un soggetto giuridico dotato di propria capacità imprenditoriale e quindi indipendente rispetto all'*originator*) e nella sostanza (può, ad esempio, « reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti, non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli », nonché « realizzare

eventuali operazioni finanziarie accessorie » per il buon fine dell'intera operazione) — anche rispetto all'asettico veicolo finanziario rappresentato dal tradizionale fondo cessionario-emittente, c.d. *SPV*. Tale differenza risulta evidente anche ove si consideri che quest'ultimo — conviene ripeterlo — è spesso creato *ad hoc*, dall'*originator* o dai suoi incaricati, per svolgere la singola operazione di cartolarizzazione e si estingue con la stessa, mentre la società di cui all'art. 3 della legge in commento pare essere un soggetto dotato di vita autonoma, una figura professionale specializzata nella cartolarizzazione, destinata a soddisfare principalmente le esigenze dei suoi clienti diretti, che sono proprio gli *originators*.

La scelta italiana è stata criticata, in quanto è parso che lo *SPV* tradizionale, con il suo ruolo tipicamente strumentale, si sarebbe potuto facilmente inquadrare nel nostro ordinamento, il quale, oramai, prevede non soltanto il gruppo bancario (artt. 60-69 del Testo unico bancario), ma anche il gruppo di intermediazione finanziaria (artt. 11 e 12 del Testo unico dell'intermediazione finanziaria); concetto quest'ultimo nel quale sarebbe stato riconducibile il soggetto complesso risultante dai rapporti che si instaurano tra cedente, cessionario e collegati.

1.5. *La società emittente diversa dalla società cessionaria.*

La legge 130/99 prevede la possibilità che ad emettere i titoli, garantiti dagli attivi ceduti dall'*originator* alla società cessionaria, sia una società diversa da quest'ultima. Nel testo, infatti, accanto ad ogni riferimento fatto alla cessionaria, si trovano espressioni che richiamano « la società emittente titoli se diversa »⁽³³⁾. La natura, la funzione e l'attività di tale entità emittente non vengono, dalla legge, meglio precisate. La mancanza di indicazioni al riguardo rischia di risultare fuorviante e di generare risultati non desiderati dal legislatore; si rende, per-

⁽³³⁾ V. gli artt. 1, 1° comma, lett. b); 2, 2° comma; 3, 1° e 3° comma; e 5, 1° comma.

ciò, necessario lo sforzo ricostruttivo dell'interprete, al quale si chiede di individuare il senso pregnante dell'espressione « emittente diversa dalla cessionaria ».

La soluzione ermeneutica più immediata fa leva sulla facoltà, riconosciuta in capo alla cessionaria, di cedere i crediti acquistati, e si sostanzia, dunque, nel ritenere che la c.d. emittente diversa dalla cessionaria, altro non sia che una seconda cessionaria. Tale interpretazione trova conferma nel disposto dell'art. 2, 3° comma, lett. *d*), dove espressamente si consente alla società cessionaria, in presenza di condizioni predeterminate e a vantaggio dei portatori dei titoli, di cedere i crediti acquistati. La legge non vieta che i crediti vengano, anche più di una volta, trasferiti prima della cartolarizzazione e, di conseguenza, che a svolgere l'operazione di emissione dei titoli sia la società ennesima cessionaria.

Ai sensi dell'art. 3, 1° comma, dunque, la seconda (ovvero ennesima) cessionaria deve, come la prima, essere organizzata in forma societaria e avere come oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. Essa, inoltre, deve redigere il prospetto informativo, nel quale dar conto, tra l'altro, — per quanto disposto nell'art. 2, comma 3, lett. *i*) — dei rapporti di partecipazione, attivi o passivi, che intrattiene con il cedente. Infine, anche in capo all'emittente che non sia stata prima cessionaria, si realizza quella separazione patrimoniale, disposta dall'art. 3, 2° comma, che è stata già presentata come caratteristica fondamentale di ogni operazione di securitization.

L'interpretazione prospettata, per quanto teoricamente corretta, non pare la sola possibile, né la preferibile e va dunque integrata. Non sembra, infatti, coerente, dal punto di vista sistematico, pensare che con l'espressione « società diversa dalla cessionaria » il legislatore volesse riferirsi all'ulteriore cessionaria, in quanto per quest'ultima — essendo essa per definizione, appunto, una cessionaria — non sarebbe stato necessario parlare di società diversa. In altre parole, ad ogni cessionaria-emittente si deve applicare la normativa in esame, indipendentemente dalla previsione ulteriore che ricomprende nel campo di applicazione

di alcune norme anche quei soggetti che, pur non essendo cessionari dei crediti, emettono titoli da questi garantiti.

Tali soggetti sono, dunque, gli operatori finanziari abilitati a gestire crediti e a mobilitare patrimoni, a cui del resto si fa espresso riferimento all'art. 2, comma 3, lett. c), della legge in commento. La società cessionaria potrebbe, infatti, decidere di versare in un fondo comune d'investimento il portafoglio acquistato, nel qual caso graverebbe sulla società che gestisce detto fondo l'onere di cartolarizzare⁽³⁴⁾. La cessionaria potrebbe, altresì, avvalersi del finanziamento di un altro soggetto che — attraverso l'emissione, ad esempio, di *bonds* — le procuri i capitali necessari a concludere l'operazione di securitization⁽³⁵⁾. Solo in virtù di tali valutazioni, si perviene ad un'interpretazione coerente dell'oscuro dato legislativo ed ha senso parlare di "emittente non cessionario", in quanto l'operatore finanziario che curerà l'emissione c.d. *issuer* non sarà cessionario dei crediti cartolarizzati.

Comunque sia, la previsione volta a ricomprendere sotto la stessa disciplina prima cessionaria-emittente, emittente non prima cessionaria ed emittente non cessionaria, ha una finalità importante. Essa cerca di evitare che — attraverso una o più cessioni dei portafogli, ovvero attraverso la artificiosa differenziazione del soggetto che, emettendo titoli, procura i capitali necessari per l'operazione da quello che direttamente acquista i crediti — si aggiri l'applicazione della normativa in commento.

⁽³⁴⁾ Nella relazione al progetto di legge, si precisa che recentemente, con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, si è fatto un notevole passo avanti per quanto concerne il superamento di alcuni ostacoli normativi che avrebbero impedito lo sviluppo della cartolarizzazione in Italia. Si afferma, infatti, che l'art. 39 del decreto citato consente che il patrimonio dei fondi possa essere investito in qualsiasi bene, e dunque, anche in un patrimonio costituito da crediti.

⁽³⁵⁾ Negli Stati Uniti è normale che in un'operazione di securitization operino due *SPV*, uno in posizione di cessionario degli attivi ceduti dall'*originator* e l'altro in posizione di finanziatore dell'operazione. Quest'ultimo emette titoli garantiti dai crediti che, attraverso i capitali frutto della collocazione di detti titoli, potranno essere acquistati.

1.6. *I rapporti instaurati dalla c.d. società per la cartolarizzazione.*

Una certa attenzione merita il tema dei rapporti esistenti tra la società cessionaria dei crediti e gli altri soggetti che entrano in gioco in un'operazione di cartolarizzazione: gli *originators*, i *credit enhancers* (prestatori di garanzie che rendono meno rischioso l'investimento per chi acquista i titoli ed in tal modo fanno aumentare il *rating* attribuito al portafoglio), l'agenzia di *rating*, l'intermediario che cura l'emissione dei titoli (c.d. *issuer*) e quello che si occupa della riscossione (c.d. *servicer*), ovvero — nel caso in cui la società in questione fosse, oltre che cessionaria, anche emittente — le *investment banks* o gli investitori istituzionali interessati all'acquisto dei valori mobiliari. Con ognuno di tali soggetti, la c.d. « società per la cartolarizzazione dei crediti » instaura rapporti destinati a durare per tutta l'operazione, ovvero a concludersi in breve tempo. L'insieme di questi rapporti rappresenta la struttura di qualsiasi operazione di cartolarizzazione.

Il primo soggetto, con il quale, normalmente, la c.d. società per la cartolarizzazione entra in contatto, è l'*originator*. La legge in commento prevede che la cessionaria possa gestire anche più portafogli e svolgere contemporaneamente più cartolarizzazioni. È dunque possibile che essa abbia rapporti con più *originators* ⁽³⁶⁾. Tale situazione, nel modello disegnato dal legislatore italiano — consistente nel far acquistare i crediti ad un soggetto indipendente rispetto al cedente e dotato di sua autonomia giuridica e patrimoniale —, non desta particolari preoccupazioni, sebbene sia stato evidenziato come la gestione di più portafogli comporti una possibilità di confusione che sottopone gli investitori a rischi di insolvenza inaspettati e imprevedibili ⁽³⁷⁾.

⁽³⁶⁾ Il consentire alla società specializzata nella cartolarizzazione dei crediti di avere rapporti con più *originators* non dovrebbe aumentare il rischi dell'operazione, in quanto gli *originators* — trasferendo *pro soluto* il portafoglio di attivi prescelto —, una volta conclusa l'operazione di cessione, escono dalla vicenda e non partecipano alle fasi seguenti della cartolarizzazione in questione.

⁽³⁷⁾ Di tali problemi si darà conto nel corso del paragrafo successivo.

Nel mondo anglosassone le cose stanno diversamente, in quanto — come più volte detto — lo *SPV* è solo uno strumento finanziario che l'*originator* crea, e spesso amministra, per separare il portafoglio oggetto della cartolarizzazione dal restante suo patrimonio. L'*originator* può anche decidere di far gestire ad altri lo *SPV*, così defilandosi nel corso dell'operazione. Ciò, però, risulta svantaggioso per il cedente, in quanto — specie se esso è una banca —, attraverso la gestione diretta delle attività dello *SPV*, non solo rimane in contatto con la clientela ceduta (nei confronti della quale, il più delle volte, si impegna a predisporre rendiconti periodici), ma addirittura amplia la sua penetrazione sul mercato, in quanto instaura rapporti con gli investitori, (gran) parte dei quali (probabilmente) gli erano sconosciuti.

Nel sistema italiano, è prevedibile che le società per la cartolarizzazione, costituite al fine di realizzare utili, offriranno, come soggetti economici del tutto autonomi, il servizio di securitization agli *originators*, i quali — pur di non dover creare appositamente un soggetto destinato ad avere scopo di lucro e, dunque, dotato di una, più o meno, complessa struttura patrimoniale (la quale manca completamente negli *SPV* classici ⁽³⁸⁾) — preferiranno rivolgersi a soggetti terzi completamente indipendenti. Tra società per la cartolarizzazione e *originator* sorgerà un rapporto contrattuale nel quale le due parti cercheranno, come è normale, di ottenere ciascuna il massimo della propria utilità compatibile con l'utilità altrui. In altre parole, la cessionaria indurrà l'*originator* ad offrire crediti di sicura solvibilità (o almeno con un buon *rating*), mentre quest'ultimo cercherà di ottenere le condizioni economiche più vantaggiose.

Se le cose funzioneranno nella maniera ora prospettata, gli *originators* rappresenteranno in Italia, per le società cessionarie,

⁽³⁸⁾ « Nella prassi internazionale gli *SPV* sono notoriamente a capitalizzazione sottile, *thinly capitalized* o addirittura *capital free*, proprio perché la capitalizzazione non costituisce soltanto un immobilizzo di capitale, sostanzialmente incompatibile con gli obiettivi della cartolarizzazione, la quale mira allo smobilizzo e non all'immobilizzo di attivi, ma costituisce anche una potenziale forma di rischio per gli *SPV*, e conseguentemente per i portatori dei titoli emessi dagli *SPV* medesimi ». Così RUCCELLAI, *op. ult. cit.*, 645.

nient'altro che clienti, ovvero fornitori, interessati a vendere un prodotto che esse intendono acquistare. *Rebus sic stantibus*, non verranno in rilievo i problemi sorti nel mondo anglosassone in merito ai rapporti di partecipazione al capitale sociale dei due soggetti. In altre parole, un *originator* potrà detenere un'ingente parte del capitale della società cessionaria, ovvero anche controllarlo totalmente. Nessun limite in proposito è infatti previsto nella recente legge, che dispone soltanto, all'art. 2, comma 3, lett. i), la menzione obbligatoria dei rapporti di partecipazione tra cedente e cessionaria nel prospetto informativo.

Più delicata potrebbe rivelarsi la situazione quando si parla del rapporto esistente tra società cessionaria e agenzia di *rating*. In una versione del progetto di legge antecedente a quella approvata, si prevedeva, all'art. 2, comma 1, lett. b), che l'agenzia non potesse « detenere, direttamente o indirettamente, partecipazioni di controllo, ai sensi dell'art. 2359 del codice civile, nel capitale, oltre che della società cessionaria, dell'emittente titoli, se diverso dalla società cessionaria, del soggetto cedente o di quello incaricato della redazione del programma », né potesse « essere, da questi soggetti, direttamente o indirettamente controllata », e inoltre che, qualora tra tali soggetti i rapporti di partecipazione, pur non dando luogo a situazioni di controllo, fossero superiori alla soglia del venti per cento, ciò dovesse chiaramente risultare dal programma dell'operazione.

Tali previsioni si giustificavano in quanto all'agenzia di *rating* è affidato un compito molto importante in funzione di un'adeguata tutela degli investitori. La suddetta agenzia valuta la solvibilità dei crediti cartolarizzati e dunque evidenzia la percentuale di rischio collegata ad ogni operazione di securitization. In base alle valutazioni svolte ed al giudizio espresso dall'agenzia di *rating*, i titoli verranno collocati ad un certo prezzo e verranno scambiati nel mercato con maggiore o minore facilità. Il rischio, insito nella mancanza di autonomia dell'agenzia di *rating* rispetto ad uno dei soggetti interessati nell'operazione, consiste nella mancanza di obiettività, e dunque di affidabilità, della sua valutazione. In altre parole, per avvantaggiare, ad esempio, la

cessionaria, l'agenzia potrebbe attribuire al portafoglio cartolarizzato un *rating* più alto del dovuto, così facilitando la vendita dei titoli, ma allo stesso tempo sottoponendo gli investitori a rischi inaspettati e, in definitiva, facendo sì che sia ceduto a questi ultimi un prodotto diverso da quello promesso, con tutte le conseguenze da valutarsi in sede di risarcimento dei danni per vizi della cosa venduta. È importante dunque, per garantire trasparenza all'operazione, che l'*originator* e la cessionaria instaurino con l'agenzia di *rating* un rapporto esclusivamente professionale, in grado di garantire l'investitore.

La società per la cartolarizzazione avrà un legittimo interesse ad aumentare il *rating* del portafoglio crediti ceduti, al fine di attirare l'attenzione degli investitori sui titoli rappresentativi di detto portafoglio. Tale risultato è realizzabile aumentando le garanzie a supporto dell'operazione, e ciò è possibile utilizzando strumenti e patrimoni propri della società emittente (c.d. *auto-garanzia*), ovvero — e tale sistema viene considerato preferibile — attraverso l'intervento di entità terze (c.d. *eterogaranzia*). Queste ultime, dopo aver valutato le *performances* (potenziali e reali) del *pool* di prestiti, la qualità creditizia dei soggetti coinvolti, le garanzie che già accompagnano l'operazione, la validità della struttura giuridica e la possibilità di eventuali frodi, assorbono — a fronte di un corrispettivo — il rischio di insolvenze per un multiplo dell'incidenza normale degli insoluti. Spetterà alla società emittente — o, nel caso in cui l'intera operazione di securitization sia gestita da un diverso soggetto (c.d. *arranger*), a quest'ultimo — effettuare un'analisi costi/benefici, in base alla quale stabilire se, e fino a che punto, convenga dotarsi di ampie garanzie, così incrementando i costi di gestione del portafoglio.

L'eterogaranzia può essere prestata da una duplice tipologia di operatori: compagnie di assicurazione, ovvero aziende di credito ⁽³⁹⁾. Le prime coprono le perdite eventuali dell'operazione

⁽³⁹⁾ Osservano MONTI - MESSINA, *cit.*, che « negli Stati Uniti esistono società specializzate in questo mercato, definite *monoline insurance company*, il cui oggetto sociale è costituito dall'assunzione del rischio in transazioni di *asset backed securities* contro pagamento di un premio ».

di securitization, a fronte di un premio concordato con il soggetto cessionario-emittente ed in forza della polizza conclusa. Le seconde (aziende bancarie a *rating* massimo) garantiscono l'operazione attraverso lettere di credito con cui si dichiarano disponibili a sopportare potenziali perdite. In entrambi i casi, la remunerazione per tale garanzia è corrisposta in relazione al valore della transazione e ai coefficienti di rischiosità calcolati. Essa può essere versata in via anticipata o a scadenze prefissate. Tale seconda soluzione sarà preferita soprattutto da quei soggetti cessionari che non dispongono di capitali immediati.

La legge 130/1999 prevede che la c.d. società cessionaria possa affidarsi, per l'emissione e la gestione dei valori mobiliari garantiti dai crediti ceduti dall'*originator*, ad un terzo soggetto che presumibilmente sarà un intermediario finanziario specializzato in tali servizi (c.d. *issuer*). Nei confronti di questo, la società cessionaria assumerà obblighi che normalmente saranno direttamente proporzionali al valore dei crediti oggetto dell'operazione. Tale proporzione sarà influenzata anche dal *rating* ottenuto dal portafoglio e dalle condizioni dei mercati mobiliari.

Qualora la società cessionaria gestisca direttamente l'emissione dei valori mobiliari garantiti dai crediti oggetto di securitization, potrà curarne anche la collocazione sul mercato⁽⁴⁰⁾. L'esperienza angloamericana insegna che, in qualità di acquirenti, si possono presentare, alla c.d. società per la cartolarizzazione, *merchant banks*, investitori istituzionali o intermediari finanziari. Quando nell'operazione interviene una *merchant bank*, questa può assumere il ruolo di mero collocatore dei titoli sul mercato o di primo sottoscrittore degli stessi. In ogni caso, essa si occupa degli aspetti connessi al classamento degli strumenti cartolari emessi dallo *SPV*, e svolge normalmente il ruolo di *lead manager* del consorzio costituito per la sindacazione dell'*ABS*. Il successo dell'operazione di collocazione sul mercato dei titoli spesso dipenderà dal prestigio della *merchant bank*,

(40) È prassi negli USA che, in ogni operazione di securitization, operino due *SPV*: l'uno acquista gli attivi ceduti dall'*originator*, l'altro emette i titoli necessari a finanziare tale acquisto.

dal suo coinvolgimento nell'operazione e dal rapporto che instaura con la società cessionaria dei crediti.

Nel caso in cui sia la società cessionaria ad occuparsi direttamente della collocazione sul mercato dei titoli, dunque, essa si rivolgerà ad investitori istituzionali o ad intermediari finanziari. Tendenzialmente, i piccoli investitori non sono interessati a tale operazione, che si presenta estremamente sofisticata e rischiosa; mentre le figure professionali esperte del settore, organizzate e dotate di strutture di analisi e previsione, per diversificare il proprio portafoglio sono solite acquistare titoli facilmente negoziabili e aventi rendimenti competitivi con le alternative di mercato. Le stesse aziende bancarie, spesso *originators*, si sono dimostrate, nell'esperienza angloamericana, gli operatori più attenti anche in funzione di acquirenti dei titoli emessi. Ciò in quanto le banche, investendo in titoli rappresentativi di attivi cartolarizzati, possono colmare eventuali contrazioni nella domanda di credito o, comunque, selezionare allocazioni di patrimonio eccedente rispetto agli obiettivi perseguiti, garantendosi in ogni caso la possibilità di liquidare i valori mobiliari per effettuare erogazioni dirette alla propria clientela nelle fasi di sviluppo ⁽⁴¹⁾.

La società di cartolarizzazione, stando a quanto previsto dall'art. 2, comma 6, della legge in commento, dovrà, infine, affidare l'attività di riscossione dei crediti ceduti e le operazioni di cassa ad un *servicer*. Questo sarà, ai sensi della norma citata, un intermediario finanziario (iscritto nell'albo speciale di cui all'art. 107 del Testo unico bancario) ovvero un istituto bancario, e per tale servizio otterrà una provvigione che dipende, di regola, dall'ammontare dei crediti oggetto dell'operazione. Ad intermediari finanziari e a istituti bancari coinvolti, lo stesso art. 2, comma 6, affida la responsabilità di verificare che « le operazioni siano conformi alla legge e al prospetto informativo ».

⁽⁴¹⁾ Così MONTI - MESSINA, cit.

1.7. *L'attività svolta dalle c.d. società per la cartolarizzazione.*

L'art. 3, 1° comma, della legge 130/99 dispone che « la società cessionaria, o la società emittente titoli se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti ». Sul requisito rappresentato dall'esclusività dell'oggetto ci si è già intrattenuti e altro si dirà a proposito di separazione patrimoniale. Qui interessa rilevare come, dal combinato disposto dei commi 1 e 2 dell'articolo citato, pare che la legge preveda la possibilità, per la società cessionaria, di svolgere più operazioni di cartolarizzazione anche contemporaneamente. È stato, in proposito, rilevato che la gestione di più portafogli di attività potrebbe causare confusioni rischiose nel patrimonio della società cessionaria, nel caso in cui alcuni dei crediti in questione dovessero rimanere insoluti al di là di ogni previsione e la cessionaria dovesse trovarsi impossibilitata a soddisfare le aspettative dei suoi creditori ⁽⁴²⁾.

Gli investitori, a fronte di tale confusione, assumerebbero non soltanto il rischio direttamente correlato ai crediti oggetto dei titoli rappresentativi di loro proprietà, bensì anche quello dipendente dagli altri portafogli cartolarizzati dalla stessa società cessionaria. Ciò appare grave, in quanto — mentre riguardo ai primi l'investitore conosce il *rating*, assume consapevolmente il rischio, e accetta, per acquisire detti titoli, di pagare un corrispettivo proporzionato — riguardo agli altri portafogli cartolarizzati, estranei al suo investimento, egli non ha alcuna possibilità preventiva di controllo e non esprime alcun consenso. A tal proposito, sembra necessario segnalare che la legge, al fine di evitare detta confusione, all'art. 3, comma 2, dispone che: « I crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti [...] da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da

⁽⁴²⁾ Cfr., in senso critico rispetto al dettato normativo, RUCELLAI, *op. ult. cit.*, 644.

parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi ».

Tuttavia, i dubbi ora espressi si rafforzano se si fa riferimento all'esperienza che in Italia ha riguardato il dissesto delle c.d. Società di intermediazione mobiliare ⁽⁴³⁾. Anche in materia di SIM, la legge garantisce la separazione teorica di ognuno dei patrimoni gestiti rispetto agli altri ed anche rispetto a quello della stessa SIM, ma quando alcune società di intermediazione sono state coinvolte in vicende di insolvenza, dissesto, fallimento, la giurisprudenza ha spesso trovato difficoltà a rispettare tale separazione ⁽⁴⁴⁾. In definitiva, consentire alla società cessionaria di svolgere un'attività imprenditoriale autonoma significa esporla al rischio d'insolvenza e, per quanto detto, al pericolo di contaminazioni, ovvero confusioni, tra il patrimonio suo proprio e i portafogli dei crediti cartolarizzati; tale pericolo aumenta se le operazioni di cartolarizzazione gestite dalla stessa società sono più di una.

La situazione è ulteriormente aggravata da un'altra considerazione. La società cessionaria, a norma di legge, può svolgere

⁽⁴³⁾ Per approfondimenti sul punto, tra gli studi più recenti, v. A. PALUCHOWSKI, *Problematiche fallimentari della SIM*, in *La normativa antiriciclaggio*, Milano, 1996, 67-84; G. STALLA, *SIM e società fiduciarie*, in *Diritto fallimentare*, Milano, 1996, 176-195; M. CERA, *Aspetti generali e problemi controversi delle SIM*, in *La normativa antiriciclaggio*, cit., 45-52; F. CESARANO, *SIM*, in *Problemi tipici del fallimento e delle altre procedure concorsuali per particolari categorie di imprese*, Milano, 1995, 33-40. Più in generale, in tema di SIM, v. D. VELO, *Le società di intermediazione mobiliare e la riforma del mercato mobiliare italiano*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni novanta*, a cura di G. Minervini, Napoli, 1993, 303-314; F. CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle sim e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, Roma, Banca d'Italia, 1991, 1-41; C. CONTI, *La legge sulle SIM*, in *La riforma dei mercati finanziari*, Milano, 1993, 27-42; D. VIANI - E. ZANELLI, *SIM. Legge 2 gennaio 1991, n. 1*, Trieste, 1991; A. CAMPANA - A. MIGLIAVACCA - M. TAMBORRINI, *Organizzare una SIM. Valutazioni economiche, gestione operativa, contabilità e controllo*, Trieste, 1991; D. VELO e P. BERLANDA (a cura di), *Le SIM e la riforma del mercato finanziario*, Milano, 1991.

⁽⁴⁴⁾ La società di intermediazione mobiliare è mera intestataria del patrimonio che gestisce. Per una riflessione più organica sulle SIM, v. il paragrafo successivo. La dottrina che si è occupata del dissesto delle società fiduciarie è riassunta in nota *infra*.

attività finanziarie parallele o strumentali all'operazione di cartolarizzazione. Essa, ai sensi dell'art. 2, può compiere attività funzionali alla soddisfazione dei crediti vantati dai titolari dei valori mobiliari emessi, nonché « reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli ». Tale ultima possibilità risulta particolarmente inquietante, in quanto, rispetto ad essa, la cessionaria pare disporre di una discrezionalità pressoché assoluta, vista l'assenza di parametri di riferimento o di limiti al potere di reinvestire i fondi non impiegati. In altre parole, c'è il rischio che sul portafoglio di attivi che, in origine, avrebbe dovuto garantire i soli portatori dei titoli ad esso correlati, finiscano per gravare i crediti maturati anche da altri soggetti, ed a diverso titolo, nei confronti della società.

2. *La separazione patrimoniale in capo alla cessionaria.*

In un'operazione di cartolarizzazione, al fine di garantire gli investitori che acquistano i titoli emessi dalla società cessionaria (ovvero da un'emittente diversa dalla cessionaria), è fondamentale che il portafoglio ceduto si separi dal patrimonio del cedente e diventi insensibile alle successive vicende economiche di quello ⁽⁴⁵⁾. Tale risultato, nel mondo angloamericano, si raggiunge attraverso la creazione di un fondo apposito (che può essere tanto lo *SPV* quanto il *trust*) nel quale detto portafoglio viene segregato. Il fondo non è un soggetto giuridico dotato di autonomia, non possiede un suo patrimonio diverso dal portafoglio stesso, non svolge attività imprenditoriale e normalmente viene adoperato per una sola operazione di cartolarizzazione, al termine della quale si estingue. In virtù di tali caratteristiche,

⁽⁴⁵⁾ Nel caso in cui un *originator* fallisca dopo aver ceduto propri crediti in sofferenza, è tuttavia prevista per il curatore la possibilità di revocare tale cessione, ma solo se avvenuta nei sei o nei tre (a seconda che alla fattispecie sia applicabile il primo comma — con l'esclusione del n. 3 — ovvero il secondo comma dell'art. 67 del R.D. 16 marzo 1942, n. 267) mesi precedenti alla dichiarazione di fallimento.

esso non rischia fallimenti o confusioni/commistioni patrimoniali e ciò garantisce gli investitori.

In Italia, in forza del modello determinato dalla nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti, la situazione si presenta notevolmente diversa rispetto a quella appena descritta, in quanto il soggetto cessionario è dotato di piena personalità giuridica ed è organizzato in forma di società di capitali. Ciò, come già rilevato, implica che esso abbia un proprio capitale, un proprio oggetto sociale, una (più o meno) complessa struttura amministrativa, uno scopo di lucro, un'autonoma capacità imprenditoriale. Tutte cose che lo sottopongono al rischio di dissesto e dunque di fallimento. Il portafoglio degli attivi ceduti, pur uscendo dal patrimonio dell'*originator*, entra in quello della società cessionaria e rischia di subire gli effetti delle vicende che travolgono quest'ultima. È per tale ragione che la legge, al 1° comma dell'art. 3, prevede che la società cessionaria o la società emittente titoli se diversa, debba avere come unico oggetto sociale l'attività di cartolarizzazione. L'aver imposto a detta società di non svolgere attività diverse, ma averle consentito di realizzare più operazioni di cartolarizzazione anche contemporaneamente, non mette gli investitori al riparo dai rischi che sono stati evidenziati nel precedente paragrafo. Consapevole di tutto ciò, il legislatore ha previsto, al 2° comma dello stesso articolo, che « i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni »⁽⁴⁶⁾.

Tale disposizione trova un suo precedente storico nell'art. 19 del d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415, che ha modificato, in alcune sue parti, la legge n. 1 del 2 gennaio 1991, istitutiva delle SIM⁽⁴⁷⁾. L'art. 19, rubricato « separazione patrimoniale », al

⁽⁴⁶⁾ Per alcune riflessioni in tema di patrimonio autonomo, v. L. BIGLIAZZI GERI, voce *Patrimonio autonomo*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982; M. BIANCA, *Il trust nella legge 16 ottobre 1989, n. 364. Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996. Per la dottrina meno recente, tra gli altri, v. A. PINO, *Il patrimonio separato*, Padova, 1950. Cfr. anche V. DURANTE, *Patrimonio (dir. civ.)*, voce dell'*Enc. giur. Treccani*, XXII.

⁽⁴⁷⁾ La legge n. 1 del 2 gennaio 1991 è stata pubblicata in *Gazz. Uff.* 4

suo primo comma recita: « Nella prestazione dei servizi previsti dal presente decreto, gli strumenti finanziari e il denaro dei singoli clienti a qualunque titolo detenuti dalla impresa di investimento, nonché gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualunque titolo detenuti dalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti [...] ». L'art. 19 mira a realizzare un'ipotesi di patrimonio separato del tutto simile a quella di cui alla legge in esame, considerato che, pur essendo, nei casi limite, la titolarità di tale patrimonio imputabile soltanto alla società gerente (anche a titolo di proprietà ⁽⁴⁸⁾), tale patrimonio non è aggredibile da parte dei creditori della stessa. Secondo parte della dottrina, l'assetto realizzato dall'art. 19 non è realmente innovativo, perché una corretta interpretazione della legge n. 1 del 1991 avrebbe dovuto, già prima del 1996, far ritenere che il patrimonio (dei clienti), pur in proprietà della società gerente, resistesse alle rivendicazioni dei creditori di questa ⁽⁴⁹⁾.

Un'altra norma molto simile alle due messe a confronto è quella contenuta nell'art. 3, comma 2, della legge n. 77 del 23 marzo 1983, introduttiva dei fondi comuni di investimento mobiliare ⁽⁵⁰⁾. Tale norma dispone che il patrimonio del fondo ge-

gennaio 1991, n. 3 ed è stata abrogata dall'art. 214, comma 1, lett. aa) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 a far tempo dal 1° luglio 1998. Anche il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim, con cui si sono state recepite le Direttive CEE 93/6 del 15 marzo 1993 e 93/22 del 10 maggio 1993) — in *Le leggi*, 1996, I, 3078 — è stato abrogato dal d.lgs. n. 58/98, e in particolare dall'art. 214, comma 1 lett. jj) sebbene alcune disposizioni siano rimaste in vigore anche dopo il 1° luglio 1998 e fino alla data di entrata in vigore dei provvedimenti emanati ai sensi del richiamato decreto.

⁽⁴⁸⁾ In quanto l'art. 19 dice espressamente « a qualunque titolo detenuti ».

⁽⁴⁹⁾ Cfr. F. D'ALESSANDRO, *Dissesto di intermediario mobiliare e tutela dei clienti*, in *Giur. comm.*, 1997, 479/1, secondo il quale « la nuova disciplina della materia dettata dal d.lgs. n. 415/96 ha carattere essenzialmente interpretativo ed integrativo di quella previgente, e non innova la sostanza delle regole in esame ».

⁽⁵⁰⁾ Legge in gran parte riformulata dal d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 83, contenente norme di attuazione delle Direttive CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985 e n. 88/200 del 22 marzo 1988. La legge n. 77/83 è stata pubblicata in *Gazz. Uff.* 28 marzo 1983, n. 85. Il d.lgs. n. 83/92 in *Suppl. ordinario alla Gazz. Uff.* 14 febbraio 1992, n. 37. La legge n. 77/83 è stata abrogata, ad eccezione degli

stito dalla società « è distinto » a tutti gli effetti da quello della società di gestione, da quello dei partecipanti e da eventuali altri fondi amministrati dalla società di gestione⁽⁵¹⁾. Il fondo è quindi insensibile alle azioni dei creditori della società gerente, mentre i creditori dei singoli partecipanti possono rivalersi solo sui certificati di partecipazione di questi ultimi⁽⁵²⁾. Identica *ratio* ispira l'art. 4, 2° comma, del d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124⁽⁵³⁾ nel quale si consente a società o enti pubblici di formare, con apposita deliberazione, un « patrimonio di destinazione, separato ed autonomo », nell'ambito del patrimonio della medesima società. Tal'ultima previsione, rispetto alle due precedenti, si segnala per la presenza dell'aggettivo "autonomo" riferito al patrimonio oggetto del fondo, che dunque non viene solo individuato e distinto, ma anche separato.

Le quattro disposizioni citate apportano deroghe espresse al principio stabilito dall'art. 2740 c.c., nel 1° comma del quale si prevede che il debitore debba rispondere dell'adempimento delle

articoli 9 e 10-ter, dell'art. 214, comma 1, lett. x), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, a far tempo dal 1° luglio 1998, salvo alcune disposizioni che continuano ad essere applicate fino all'entrata in vigore dei provvedimenti emanati ai sensi del citato decreto.

⁽⁵¹⁾ Sulle problematiche afferenti alla gestione di patrimoni mobiliari, la produzione dottrinale è già piuttosto ampia; oltre ai citati e a quelli che si citeranno, v., in particolare, P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 40; ID., *Il nuovo "schema" di prospetto relativo all'amministrazione fiduciaria di patrimoni; notarelle esegetiche e sistematiche*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 533.

⁽⁵²⁾ Così risulta dal combinato disposto degli artt. 8, 6° comma, legge n. 344/1993 e 12, 6° comma, legge 86/1994. Leggi entrambe abrogate dall'art. 214, comma 1, lettere ff) ed hh), del d.lgs. n. 58/98, fatta eccezione per l'art. 11 della legge del 1993 e per gli artt. 14-bis e 15 della legge del 1994. Cfr. E. CORSO, *Trust e diritto italiano: un primo approccio*, in *Quadrimestre*, 1990, 503. V. anche A. GALANTE, *Prime note sui fondi comuni di investimento chiusi*, in *Società*, 1993, 1445; L. ZITIELLO, *Fondi comuni di investimento immobiliare chiusi: la nuova disciplina*, *id.*, 1994, 301; G. VOLPE PUTZOLU, *Fondi pensione: responsabilità e garanzie*, in *Assicurazioni*, 1994, I, 223; G. CARRERO, *Fondi immobiliari chiusi*, in *Contr. e impr.*, 1995, 865; P. GAGGERO, *Profili evolutivi della disciplina dei fondi di investimento in valori mobiliari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1996, II, 277.

⁽⁵³⁾ Il d.lgs. n. 124 del 21 aprile 1993 è stato pubblicato nel *Suppl. ordinario alla Gazz. Uff.* 27 aprile 1993, n. 97.

sue obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri⁽⁵⁴⁾. Il principio in esame mira a tutelare i creditori che, in caso di inadempimento, vengono ammessi ad agire esecutivamente, per ottenere il soddisfacimento delle proprie ragioni, su tutti i beni che appartengono al debitore⁽⁵⁵⁾. Tale garanzia viene considerata dal codice civile sia sotto il profilo dell'attuazione della responsabilità del debitore, una volta che non si sia realizzato l'adempimento, sia sotto il profilo della conservazione delle ragioni creditorie, a prescindere dall'eventuale inadempimento, tutelate attraverso i mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale. Il secondo comma dello stesso articolo prevede, tuttavia, la possibilità di derogare per legge a quanto disposto nel primo comma e consente, dunque, al legislatore di creare ipotesi di separazione.

2.1. *Le azioni creditorie sul patrimonio cartolarizzato.*

La seconda ed ultima parte del 2° comma dell'art. 3 concreta quanto espresso nel 1° comma ed attua quanto già annunciato all'art. 1, comma 1, lett. b) (56). Il principio della separazione, già enunciato in termini teorici, viene infatti spiegato operativamente, in quanto nella norma citata (2° comma, art. 3), si

(54) L'art. 1949 del codice civile del 1865 prevedeva che tutti i beni presenti e futuri del debitore rappresentassero garanzia "comune" per il creditore e legittimava una parte della dottrina a parlare, in maniera impropria, di pegno generico. Sulle origini storiche dell'art. 2740 c.c., v. A. CANDIAN, *Discussioni napoleoniche sulla responsabilità patrimoniale (alle origini dell'art. 2740 c.c.)*, in *Scintillae Iuris - Studi in memoria di Gino Gorla*, Milano, 1994, III, 1085.

(55) Secondo GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, Milano, 1995, 649, il principio di cui all'art. 2740 c.c. sarebbe un « feticcio [...] già abbondantemente corroso dalla legislazione speciale ». Cfr. P. SCHLESINGER, *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. dir. proc.*, 1995, 319.

(56) All'art. 1, comma 1, lett. b) si legge che le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti sono 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. La relazione che accompagna il progetto di legge individua nel vincolo di destinazione delle somme corrisposte dai debitori ceduti l'elemento qualificante delle operazioni di cartolarizzazione.

legge che « su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi ». Anche detta norma trova suo precedente storico nell'art. 19 del d.lgs. n. 415/96, c.d. decreto Eurosim, il quale — nella parte successiva a quella riportata nel precedente paragrafo — dispone che sul « patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né quelle dei creditori dell'eventuale depositario o subdepositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi ».

In via interpretativa, può trarsi dal 2° comma dell'art. 3 un'indicazione precisa: i capitali ricevuti dalla società di cartolarizzazione a soddisfazione dei crediti acquistati nel corso di una singola operazione — e facenti parte di un unico portafoglio posto a garanzia di un certo numero di valori mobiliari emessi in occasione di detta operazione — non possono essere utilizzati per soddisfare le istanze creditorie di soggetti diversi dai portatori dei suddetti titoli. In altre parole, ciascuna vicenda di cartolarizzazione deve rimanere ben distinta da tutte le altre, in quanto il singolo patrimonio non è aggredibile, né da parte dei creditori c.d. personali del cessionaria-emittente, né da parte di chi vanta crediti nei confronti di un diverso patrimonio, pur gestito dalla stessa società. Per realizzare concretamente tale duplice separazione bisognerà far ricorso a tecniche già collaudate che consentano, in qualunque momento, di individuare un portafoglio rispetto agli altri. Può valere, in proposito, quanto la legge italiana prescrive per i titoli di credito costituiti in fondo patrimoniale familiare: il vincolo può risultare rendendo i titoli nominativi, annotandolo, ovvero « in qualunque altro modo » (art. 167, ultimo comma, c.c.) ⁽⁵⁷⁾.

⁽⁵⁷⁾ Così M. LUPOI, *Trusts*, Milano, 1997, 493, che ricorda anche come « nella prassi internazionale si ricorre talvolta alla *segregation* di titoli azionari presso il mutuatario, quando questi sia una *security house* che operi in titoli professionalmente ». Cfr. F. CAPUTO NASETTI, *La segregation nei mercati finanziari internazionali: garanzia vera o apparente?*, in *Dir. comm. int.*, 1995, 349.

In realtà, il comma 2° dell'art. 3, nel disciplinare le posizioni creditorie rispetto ai diversi portafogli gestiti, dimentica di prendere in considerazione le pretese di altri soggetti che cooperano con la cessionaria. Tra questi, ad esempio, la società di *rating*, la compagnia assicuratrice ed il *servicer*, quando gli impegni nei loro confronti non sono stati assunti direttamente dall'*originator*, nel qual caso toccherà a questo corrispondere quanto dovuto⁽⁵⁸⁾. Il non aver previsto, tra i soggetti aventi diritto su quanto ricavato dalla riscossione dei crediti, i creditori c.d. personali del cessionario-emittente comporterà sicuramente confusione in sede di applicazione della legge. Infatti, all'art. 1, comma 1, lett. b), è al contrario disposto che le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano, tra l'altro, destinate ai « costi dell'operazione ». C'è dunque, in tal senso, una mancanza di coordinamento tra gli artt. 1 e 3. Tale contrasto potrà essere risolto dalla giurisprudenza che verrà chiamata a pronunciarsi sul punto. Una soluzione consiste nell'ammettere che i soggetti che hanno collaborato all'operazione (contemplati nell'art. 1, ma esclusi nell'art. 3) possano vantare pretese esclusivamente sul patrimonio "personale" della società per la cartolarizzazione, la quale, per confidare nell'intrapresa di rapporti professionali, dovrà, di conseguenza, dotarsi di un patrimonio sufficiente a suscitare l'affidamento dei terzi. La soluzione opposta, volta a suscitare l'affidamento dei terzi creditori della società (investitori e collaboratori), non può, tuttavia, essere scartata e pare anzi da preferire, qualora si ritenga che quella contenuta dall'art. 1 sia una norma programmatica e di principio, mentre quella dell'art. 3 sia una norma meramente attuativa. Tale seconda strada, d'altro canto, rischia concretamente di compromettere l'autonomia di cui ogni portafoglio gode rispetto agli altri e rispetto al patrimonio societario.

La situazione si complica ulteriormente nel caso in cui la società per la cartolarizzazione abbia difficoltà a soddisfare un

⁽⁵⁸⁾ In tal senso, è consentito qualunque accordo tra cessionario e *originator* circa la ripartizione dei costi dell'operazione.

proprio debito. Mentre, infatti, gli investitori — qualora l'operazione di riscossione dei crediti, compresi nel portafoglio sul quale facevano affidamento, non sia andata a completo buon fine — troveranno soddisfazione in forza delle garanzie predisposte dalla cessionaria, ovvero, in mancanza di garanzie, si dovranno accontentare di quanto contenuto nel loro portafoglio di riferimento (questa, del resto è la caratteristica della *ABS*), i creditori diretti della società possono farne dichiarare l'insolvenza, ed agire in giudizio, utilizzando ogni strumento del nostro ordinamento, nei limiti previsti dall'art. 4 della legge in esame⁽⁵⁹⁾, con ricadute imprevedibili sull'intera vicenda e su tutti i rapporti instaurati dalla stessa società⁽⁶⁰⁾.

2.2. *La separazione patrimoniale nel d.lgs. 58/98.*

La separazione patrimoniale, descritta negli ultimi due paragrafi, che si realizza in capo alla società per la cartolarizzazione dei crediti in forza del comma 2 dell'art. 3 della legge in esame, merita di essere rapportata, oltre che alle normative di cui si è detto (operanti in materia di SIM e fondi comuni di investimento), alla più generale disciplina contenuta nell'art. 22 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, c.d. Testo unico dell'intermediazione finanziaria, emanato in attuazione della delega contenuta negli artt. 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52. La disposizione citata rappresenta un'importante novità nell'ordinamento italiano, in quanto applica il concetto di separazione, già operativo nei mercati finanziari, a diversi soggetti ed a garanzia di un ampio numero di operazioni, ed inoltre disciplina, con relativa puntualità ed aspirazioni di completezza, la delicata materia.

La recente normativa, a fronte della diffusa esigenza di

⁽⁵⁹⁾ All'art. 4, comma 3, si legge che « Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applica l'art. 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni. »

⁽⁶⁰⁾ Per un'esauriente trattazione della problematica, si rinvia al quarto capitolo.

garantire gli investimenti, testualmente prevede che « nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall'impresa di investimento, dalla società di gestione del risparmio o dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco di cui all'art. 107 del T.U. bancario, nonché gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti ». La stessa regola vale anche per gli strumenti finanziari dei clienti detenuti dalle banche, ma non per il denaro, la cui proprietà, al seguito del deposito (c.d. irregolare, perché su beni fungibili), si è trasferita alla stessa banca, che assume soltanto un obbligo di restituzione, ai sensi dell'art. 1834 c.c.

La disciplina disposta dall'art. 22 continua prevedendo che « su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né quella dei creditori dell'eventuale depositario o subdepositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi. » Tale disposizione traduce in termini concreti quanto esposto a livello teorico nella prima parte della norma in esame. *Exceteris rebus*, va evidenziato che, oltre a non ammettersi azioni dei creditori dell'intermediario, non sono neppure ammesse azioni da parte dei creditori dell'eventuale banca depositaria, né da parte di quest'ultima (le somme affidate ad una SIM vanno depositate presso una banca). Inoltre, sugli strumenti finanziari dei clienti accentrati presso la Monte Titoli, la stessa società di gestione non può agire neppure in compensazione, né possono agire i suoi creditori.

Non riguarda le azioni dei creditori, ma tende anch'essa ad evitare la confusione dei patrimoni, l'altra regola per cui, salvo il consenso scritto dei clienti, le SIM e gli altri intermediari « non possono utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da essi detenuti a qualsiasi

titolo », né — ma ad eccezione delle banche — « le disponibilità liquide degli investitori » (art. 22, comma 3).

L'importanza delle regole suddette emerge nell'ipotesi di insolvenza dell'intermediario. Qualora, a causa della confusione, non fosse possibile risalire all'effettiva titolarità dei portafogli, si correrebbe il rischio di travolgere l'autonomia patrimoniale che dovrebbe caratterizzare ogni investimento rispetto agli altri, e tutto ciò con pregiudizio dei clienti, i quali, a seguito della sottoposizione del gestore alla liquidazione coatta amministrativa, devono essere iscritti, per la restituzione degli strumenti finanziari e del denaro, in un'apposita e separata sezione dello stato passivo (art. 57, comma 4) ⁽⁶¹⁾.

Ulteriore conferma della rilevanza che il legislatore riconosce alla separazione patrimoniale viene dalla lettura dell'art. 168 dallo stesso d.lgs. 58/98, nel quale si prevede una sanzione penale per il reato di confusione di patrimoni, che sussiste ogni qual volta, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, nell'esercizio di servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, ovvero nella custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un OICR, si violino le disposizioni concernenti la separazione patrimoniale arrecando danno agli investitori ⁽⁶²⁾. La sanzione prevista, salvo che il fatto costituisca reato più grave, consiste nell'arresto da sei mesi a tre anni e nell'ammenda che può oscillare tra un minimo di dieci e un massimo di duecento milioni di lire ⁽⁶³⁾.

⁽⁶¹⁾ V. N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, II ed., 1998, Milano, 181.

⁽⁶²⁾ Per la dottrina più recente in materia di reati finanziari, v. N. POLLARI - G. GRAZIANO, *I reati in materia di intermediazione finanziaria*, Roma, 1999; e A. MASI, *Le condotte illecite degli intermediari finanziari*, Torino, 1999. Cfr. anche BRICOLA, *Lo statuto penale dell'impresa: profili costituzionali*, in *Trattato di diritto penale dell'impresa*, diretto da A. Di Amato, I, Padova, 1990, 144; e FOFANI, *L'infedeltà patrimoniale in diritto comparato*, in *D. disc. pen.*, VI, 1992, 398.

⁽⁶³⁾ La contravvenzione in discorso si configura come reato proprio del gestore di portafoglio di investimento, ovvero del custode di strumenti finanziari o disponibilità liquide di OICR. L'elemento psicologico richiesto è quello del dolo specifico, consistente nel fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, ma si è sottolineata l'anomalia di una tale previsione (che sembra dettata dall'esigenza

2.3. *La pseudoseparazione nel patrimonio della fiduciaria.*

La società fiduciaria è uno strumento di gestione patrimoniale, tramite il quale è possibile intestare un certo bene ad un soggetto diverso da quello che ne resta proprietario sostanziale⁽⁶⁴⁾. Per comprendere il senso e la portata della separazione patrimoniale disposta dall'art. 3 della nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti, può essere utile verificare se e come tale principio ha operato in ambito fiduciario⁽⁶⁵⁾.

Con la legge n. 1/91, come anticipato, si è affermato per le società fiduciarie e le SIM il principio, operativo anche per il caso di procedure concorsuali, della separazione tra il patrimonio della fiduciaria e quello dei fiducianti⁽⁶⁶⁾. La legge citata presuppone l'applicazione di un meccanismo che si basa sulla costituzione di appositi conti di gestione per conto terzi sui quali

di restringere l'ambito di applicazione della norma) in un reato contravvenzionale. È stata criticata anche l'esiguità delle pene previste e la stessa opzione di qualificare la fattispecie come contravvenzione. Si è notato, tuttavia, che l'operato del legislatore delegato è stato, sul punto, fortemente condizionato dai parametri previsti dalla legge delega.

⁽⁶⁴⁾ È stato osservato che esistono due distinte forme di intestazione: a scopo di amministrazione (regolata dalla legge 23 novembre 1939, n. 1966, istitutiva delle società fiduciarie) e a scopo di gestione (propria degli enti di cui all'art. 45 del D.P.R. n. 449 del 1959). Con la seconda, a detta di parte della dottrina, la proprietà si trasferirebbe in capo all'ente gestore e al cessionario rimarrebbe un mero diritto al ricavo netto della gestione (Così G. VISENTINI, *I valori mobiliari*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, XVI, Torino, 1985, 670). Anche riguardo all'amministrazione si è operata una distinzione. Si è parlato di amministrazione "dinamica" quando la società fiduciaria ha autonomia gestionale dei valori, e di amministrazione "statica" quando a detta società si nega qualsiasi potere discrezionale in ordine alla disponibilità di tali valori (Cfr. A. JANNUZZI, *Le società fiduciarie*, Milano, 1988, 50; P.G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968).

⁽⁶⁵⁾ Tra i contributi più recenti in tema di gestione fiduciaria, oltre agli altri citati, v. L. PAULETTO, *Profili evolutivi dell'intermediazione fiduciaria*, Torino, 1994; e F. DI MAIO, *Amministrazione fiduciaria dei beni: quale fiducia?*, in *Società*, 1995, 329.

⁽⁶⁶⁾ Sul punto v. F. DI MAIO, *Nuovo "genus" di società fiduciaria o prima attuazione di trust amorfo?*, in *Contratto e impresa*, 1997, 2, 594; U. MORELLO, *Fiducia e negozio fiduciario: dalla "riservatezza" alla "trasparenza"*, in *I trusts in Italia oggi*, Atti Convegno Milano, Milano, 1996; ID., *Fiducia e Trust: due esperienze a confronto*, in *Fiducia, trust, mandato e agency*, Milano, 1991.

debbono essere immessi i valori mobiliari gestiti. Essa prevede anche che i conti di coloro che investono tramite la società siano predisposti singolarmente e siano trasparenti, ed inoltre dispone che, per svolgere l'attività di intermediazione mobiliare come SIM o fiduciaria, necessita l'iscrizione all'albo appositamente creato e assoggettato al controllo della Consob. Tali prescrizioni valgono ad assicurare che non vi possa essere confusione tra il patrimonio investito dai clienti e quello proprio della società autorizzata ad operare, sia essa una SIM ovvero una fiduciaria, sebbene l'applicazione del principio, sul piano pratico, scontri incertezze e si manifesti difficoltosa e problematica ⁽⁶⁷⁾.

Secondo parte della dottrina, la struttura della società fiduciaria consentiva, già prima dell'entrata in vigore della legge 2 gennaio 1991 n. 1, di realizzare, in capo al soggetto formalmente titolare dei beni, una separazione tra il suo patrimonio e quello che gli spetta solo in qualità di gestore. Ciò in quanto: 1) già la legge 29 maggio 1942, n. 239, all'art. 1, aveva introdotto, fra intestazione e proprietà, una separazione attuata individuando nei fiducianti gli "effettivi proprietari" dei titoli intestati alla società fiduciaria ⁽⁶⁸⁾; 2) la legislazione fiscale in materia,

⁽⁶⁷⁾ Per superare le difficoltà relative all'individuazione dei patrimoni, il d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124, (in *Suppl. ordinario alla Gazz. Uff.* 27 aprile 1993, n. 97) sui fondi pensione, come successivamente modificato, prevede, all'art. 6, comma 4-ter, che « possono essere rivendicati tutti i valori conferiti in gestione, anche se non individualmente determinati o individuati e anche se depositati presso terzi, diversi dal soggetto gestore. Per l'accertamento dei valori oggetto della domanda è ammessa ogni prova documentale, ivi compresi i rendiconti redatti dal soggetto gestore o dai terzi depositari ».

Per una ricognizione giurisprudenziale v., tra le altre, Trib. Torino, 28 febbraio 1991, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1992, II, 478, con note di SEPE, *Tutela concorsuale del fiduciante e separatezza patrimoniale nel regime della SIM*, e di C.E. MAYR, *L'ambito di applicazione dell'art. 103 della legge fallimentare*. Cfr., in dottrina, A. PALUCHOWSKI, *Problematiche fallimentari della SIM*, in *La normativa antiriciclaggio*, Milano, 1996, 67-84; C.E. MAYR, *Fallimento della SIM e restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti*, in *Banca, borsa*, 1995, I, 73; G.B. PORTALE - A.A. DOLMETTA, *Deposito regolare di cose fungibili e fallimento del depositario*, *id.*, 1994, I, 842; E. MAUPOIL, *La disciplina dell'insolvenza delle società di intermediazione mobiliare*, in *Fallimento*, 1991, 329; JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, cit.

⁽⁶⁸⁾ L'art. 1 recita: « Le società fiduciarie che abbiano intestato al proprio

negli anni, aveva sostanzialmente parificato l'intestazione fiduciaria e l'interposizione di persona.

La Cassazione, sul punto, ultimamente ha precisato — in una fattispecie alla quale non era applicabile la richiamata normativa del 1991 — che, pur in mancanza di una specifica individuazione di detti beni, qualora l'esistenza del rapporto fiduciario risulti da scrittura avente data certa riferibile a beni intestati, il rapporto tra societaria e fiducianti si sostanzia nella mera intestazione, alla prima, di beni appartenenti, effettivamente, ad altri proprietari⁽⁶⁹⁾. La proprietà della società, pur non potendo dirsi fittizia, viene — secondo la Suprema Corte — ad assumere connotazione meramente formale, poiché « il patto fiduciario non ha mero carattere obbligatorio » e la divergenza del mezzo rispetto al fine perseguito dalle parti non assume rilevanza sul piano giuridico.

In forza di tali considerazioni, la Cassazione afferma che il fiduciante, nonostante la formale intestazione dei beni alla fiduciaria, ne conserva la proprietà sostanziale ed è, quindi, in grado di disporre direttamente, senza necessità di alcun formale ritrasferimento dei titoli da parte della società⁽⁷⁰⁾. Ciò comporta che questi possa far valere, nei confronti degli organi della eventuale procedura concorsuale instauratasi contro la società, il diritto alla restituzione dei beni in precedenza ad essa affidati, dovendo ritenersi, all'uopo, sufficiente la dimostrazione di una situazione idonea ad impedire che la cosa della quale si reclama la restituzione si sia confusa con il patrimonio del fallito, per essere entrata a far parte dei beni di sua proprietà. Quanto detto dipende dal fatto che, per l'acquisto della proprietà da parte di chi riceve in deposito una quantità di denaro o di altre cose fungibili, è pur sempre necessario che alla detenzione si aggiunga (quanto-

nome i titoli azionari appartenenti a terzi sono tenute a dichiarare le generalità degli effettivi proprietari dei titoli emessi ».

⁽⁶⁹⁾ Cass., sez. I, 14 ottobre 1997, n. 10031, in *Notariato*, 1998, 307.

⁽⁷⁰⁾ Sul diritto dell'investitore nei confronti del patrimonio gestito dall'intermediario, nonché per un'ampia panoramica delle problematiche afferenti all'intestazione fiduciaria, v. F. DI MAIO, *La società fiduciaria e il contratto fiduciario nella giurisprudenza e nella prassi degli organi di controllo*, Milano, 1995.

meno implicitamente) la facoltà di servirsi di tale bene — non essendo la natura fungibile sufficiente, di per sé sola, a determinare l'effetto traslativo —; mentre le società fiduciarie, non potendo disporre o, comunque, utilizzare nel proprio interesse i beni loro affidati, risultano, in concreto mere depositarie dei beni. Tali beni, dunque, costituiscono una massa patrimoniale distinta, a tutti gli effetti, dal "personale" patrimonio del depositario e, come tale, sottratta alle azioni esecutive degli eventuali creditori. Nemmeno la commistione dei conti tra più fiducianti sarebbe idonea, di per sé, — sempre secondo la Cassazione — ad impedire il riconoscimento della separatezza dei beni intestati alla società nell'interesse di tali soggetti ⁽⁷¹⁾.

La giurisprudenza successiva all'entrata in vigore della legge sulle SIM ha mostrato intenzioni garantiste verso gli investitori, ma allo stesso tempo ha scontato oggettive difficoltà pratiche ⁽⁷²⁾. Si è, infatti, ritenuto che il curatore del fallimento di una fiduciaria, sentito il commissario restitutore (il riferimento è all'art. 13 della legge SIM), debba tenere distinta la massa attiva

⁽⁷¹⁾ La pronuncia richiamata conosce precedenti nei quali si era affermato che « la società finanziaria è una mandataria che amministra interessi altrui, con la particolarità che essa appare — nei rapporti esterni — come proprietaria del bene fiduciario e che non le si può applicare direttamente quello schema descrittivo del negozio fiduciario, secondo cui esso si realizza mediante il collegamento di due negozi, l'uno di carattere esterno, realmente voluto ed efficace verso i terzi, e l'altro di carattere interno ed obbligatorio, diretto a modificare il risultato finale del negozio esterno, per cui il fiduciario è tenuto a trasferire la cosa o il diritto attribuito con il negozio reale all'altro contraente o a un terzo. [...] La suddetta contrapposizione fra apparenza ed effettività non è quella che si ha nel negozio simulato, perché la intestazione apparente alla società fiduciaria è voluta dal fiduciante che investe la società fiduciaria dell'intestazione di tali titoli, allo scopo di amministrazione degli stessi ». Così Cass., Sez. Un., 10 settembre 1984, n. 6478, in *loro it.*, 1985, I, 2325.

⁽⁷²⁾ Secondo LUPOI, *Trusts*, cit., « tutte le disposizioni in materia di autonomia, separazione, distinzione e destinazione si sono trovate a cozzare contro una coppia di avversari invincibili: l'ignoranza del legislatore e l'insensibilità del giudice. [...] Tutte le enunciazioni sono state così frustrate e il cliente delle SIM o della società fiduciaria (per l'attività di gestione di patrimoni) ha scoperto di essere privo di tutela ». L'A. rinvia a G.B. PORTALE - A.A. DOLMETTA, *Deposito regolare di cose fungibili e fallimento del sepositario*, cit.; e C.E. MAYR, *Fallimento della SIM e restituzione dei patrimoni di proprietà dei clienti*, in *Banca, borsa*, 1995, I, 73.

e passiva dei creditori-clienti da quella dei creditori-ordinari della SIM, giovandosi della documentazione acquisita e includendo nella prima « tutto quanto sia comunque di provenienza dei clienti o risalente ad essi »⁽⁷³⁾. Allo stesso tempo, tuttavia, il legislatore non ha perseguito la strada della chiarezza e, ad esempio, con il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, pur riconoscendo nella relazione al provvedimento che esiste « la nuova categoria dei clienti creditori aventi diritto alla restituzione degli strumenti finanziari che costituiscono patrimonio separato da quello delle banche », attraverso l'art. 64, comma 17, ha modificato l'art. 91, 3° comma, del Testo unico bancario, nel senso che, se la separazione patrimoniale non è rispettata, i clienti creditori concorrono con la generalità dei chirografari.

2.4. *Il trust come strumento di segregazione.*

L'esperienza internazionale dimostra che nelle più disparate operazioni di securitization può, e nella pratica ciò avviene spesso, essere utilizzato un *trust* per effettuare la separazione reale del portafoglio di attivi ceduti dal patrimonio dell'*originator*⁽⁷⁴⁾.

Il *trust* è, da circa vent'anni, oggetto della crescente attenzione degli operatori anche di ordinamenti di *civil law*. Ciò in quanto, attraverso la sua struttura, è possibile ottenere un effetto particolarmente appetito nelle operazioni e nelle situazioni più disparate, la c.d. segregazione patrimoniale del *trust fund*⁽⁷⁵⁾. In altre parole, utilizzando un *trust*, non solo è possibile separare uno qualsiasi dei propri beni, ovvero una pluralità di ric-

⁽⁷³⁾ Così Trib. Torino, decr. 8 febbraio 1994, in DI MAIO, *La società fiduciaria e il contratto fiduciario nella giurisprudenza e nella prassi degli organi di controllo*, cit., 253.

⁽⁷⁴⁾ Il *trust* è un istituto — proprio della tradizione di *common law* — con il quale un soggetto, denominato *settlor*, trasferisce la proprietà di un certo patrimonio ad un *trustee* perché questi la gestisca in funzione della realizzazione di uno scopo (per lo più il futuro trasferimento di quella proprietà ad uno o più beneficiari) indicato dallo stesso *settlor*.

⁽⁷⁵⁾ V. BIANCA, *Il trust nella legge 16 ottobre 1989 n. 364, Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, cit.; e LUPOI, *Trusts*, cit.

chezze, dal proprio patrimonio e dalla propria sfera giuridica, in modo tale che le vicende successive non coinvolgano le sostanze costituenti il *trust fund*, ma è anche possibile impedire (quasi) a chiunque di avanzare pretese su detto fondo, realizzando il c.d. effetto segregativo⁽⁷⁶⁾. Il fondo non è aggredibile, né dai creditori del *settlor* (così è definito in *common law* l'originario proprietario), i cui diritti verso quest'ultimo siano sorti successivamente al trasferimento (a meno che essi non riescano ad esperire l'azione revocatoria per preordinata sottrazione di garanzia patrimoniale⁽⁷⁷⁾); né dai creditori dei beneficiari che vantino un mero diritto di credito non ancora esigibile nei confronti del *trustee*⁽⁷⁸⁾; né infine dai creditori del *trustee*, in quanto i beni a lui trasferiti a titolo di *trust property*, in realtà, mai si confondono con il suo patrimonio personale. Tali beni non entrano nemmeno nella successione del *trustee*, e non ricadono nell'eventuale regime di comunione tra i coniugi. Essi, dunque, non subiscono gli effetti di un dissesto patrimoniale, né di un fallimento, del *trustee*, come del *settlor*. Tutto ciò si giustifica teoricamente facendo ricorso al concetto di proprietà funzionalizzata, che viene utilizzato per qualificare il diritto che si rinvia in capo al *trustee*.

I destinatari dei benefici evenienti dalla gestione del *trust fund* sono i c.d. beneficiari, i quali vantano nei confronti del

⁽⁷⁶⁾ Parte della dottrina ha parlato di *segregazione* distinguendo da essa la *separazione*; così LUPOLI, *Trusts*, cit. Questa seconda consentirebbe sempre al soggetto sostanzialmente titolare (e dunque ai suoi creditori) di vantare diritti, mentre la prima creerebbe un vero patrimonio senza titolare.

⁽⁷⁷⁾ Sulla questione, v. F. DI CIOMMO, *Brevi note in tema di azione revocatoria, "trust" e negozio fiduciario* (osservazioni a margine di Cass., 22 gennaio 1999, n. 591), in *Foro it.*, 1999, I, 1470. Cfr. A. GENTILI, *Interposizione, simulazione e fiducia nell'intestazione di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 1982, I, 2, 411.

⁽⁷⁸⁾ Ciò è vero fin quando non si verifica il fatto (anche temporale) al quale è sospensivamente vincolato l'obbligo del *trustee* di trasferire a favore dei beneficiari tutto o parte del *trust fund*. Una volta decorso tale termine, i beneficiari acquistano un diritto di credito pienamente esigibile, con tutte le conseguenze connesse. Detto termine è iniziale dal punto di vista appena prospettato, ma qualora imponga al *trustee* di trasferire tutto il *trust fund*, può determinare la chiusura dell'operazione di *trust* e, dunque, può essere considerato finale.

trustee quello che, in termini civilistici, potremmo definire un diritto di credito ⁽⁷⁹⁾. 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, come detto, 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*. Sulla base delle considerazioni svolte, risulta evidente come — prima che il credito dei beneficiari diventi esigibile — gli unici creditori che abbiano diritto a soddisfarsi direttamente sul *trust fund* sono i terzi portatori di interessi che trovano titolo in rapporti instaurati dal gestore in qualità di

⁽⁷⁹⁾ Parte della dottrina angloamericana, a proposito di *trust*, parla di *dual ownership* (doppia proprietà) per indicare che mentre in capo al *trustee* sussiste una proprietà legale (*legal ownership*) tutelata dalla *common law*, in capo ai beneficiari è rinvenibile un *equitable interest*, e cioè una proprietà tutelabile soltanto in via equitativa (Cfr., tra gli ultimi, CHASHIRE GEOFFREY CHEVALIER, *Il concetto di Trust secondo la Common Law inglese*, Torino, 1998; A.W. SCOTT & W.F. FRATCHER, *The Law of Trusts*, IV ed., London, 1987-89; G.T. BOGERT, *Trusts*, IV ed., St. Paul Minnesota, 1987, I; W. HART, *What is a Trust?*, in *Law Quarterly Review*, n. 15, 1986, 301). Il concetto di doppia proprietà non può essere accolto in un ordinamento di tradizione civilistica qual è il nostro e ciò ha rappresentato un ostacolo all'operatività del *trust* in Italia. (La teoria della *dual property* è stata sostenuta in Italia dalla dottrina meno recente — v. V. FRANCESCHELLI, *Il trust nel diritto inglese*, Padova, 1935 e L. BERNARDI, *Il trust nel diritto internazionale privato*, in *Studi nelle scienze giuridiche e sociali*, Pavia, 1957, 67 — ma gode ancora di un certo credito, v. C. CASTRONOVO, *Trust e diritto civile italiano*, in *Vita not.*, 1998, 1323. Sul punto v. anche Trib. Oristano 15 marzo 1956, in *Foro it.*, 1956, I, 1020). Tale problematica oggi ha perso di interesse, in quanto la dottrina più moderna rinnega la visione del *trust* in chiave di *dual property*, sostenendo che l'unico proprietario pieno sia il *trustee* (così M. LUPOLI, *Introduzione ai trusts - Diritto inglese - Convenzione dell'Aja - Diritto italiano*, Milano, 1994; ID., *Trusts*, cit.; E. CALÒ, *Dal probate al family trust*, Milano, 1996); mentre i beneficiari sarebbero titolari di un mero diritto di credito (così Corte di Giustizia della Comunità Europea (ora Unione), Sent. 17 maggio 1994, Causa C-294/92, Webb c. Webb, in *Racc. giur. comunit.*, I. 1717), ed in quanto la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985 (sulla quale *infra*) offre un *trust* pienamente compatibile con i principi degli ordinamenti di diritto civile (in proposito v. F. DI CIOMMO, *Per una teoria negoziale del trust (ovvero perché non possiamo farne a meno)*, in *Corriere giur.*, 1999, 630 e 773).

trustee; questi vanno, dunque, distinti dai suoi creditori personali e sono, invece, da considerare creditori del *trust*.

In operazioni di securitization realizzate in ordinamenti dove opera lo *SPV* classico, attraverso l'utilizzazione del veicolo — società o *trust fund* che sia — si realizza una tipica vicenda di *trust* nella quale i crediti ceduti vengono segregati. E ciò pure se — dopo aver separato il portafoglio dal patrimonio dell'*originator*, attraverso la cessione allo *SPV*, essendo quest'ultimo incapace, per sua stessa natura, di contrarre obbligazioni e assumere posizioni debitorie — potrebbe non essere strettamente necessario separare detto portafoglio dell'eventuale patrimonio restante dello *SPV*, anche in virtù del fatto che lo *Special Purpose Vehicle* non ha normalmente un proprio patrimonio indipendente rispetto ai crediti e non è utilizzato per svolgere più operazioni. Il trasferimento degli attivi ceduti allo *SPV* — anche quando questo non sia organizzato in forma di *trust* e la sua costituzione non sia accompagnata da quella di un *trust* — è sempre, in altre parole, destinato a realizzare la funzione di garanzia propria del *trust*.

Diversa pare presentarsi la situazione in Italia, dove si apprestano ad operare come *SPV* soggetti dotati di propria capacità imprenditoriale, autonomo patrimonio, piena personalità giuridica, scopo di lucro e struttura societaria. In tali circostanze, potrebbe risultare molto utile riuscire a rendere il patrimonio di crediti cartolarizzato impermeabile alle vicende della società. Al fine di rafforzare la separazione prevista dal legislatore all'art. 3, 2° comma, della legge in commento, ed allo scopo di azzerare i rischi di confusione patrimoniale, potrebbe essere conveniente, anche in Italia, utilizzare il *trust* nel corso di operazioni di cartolarizzazione dei crediti ⁽⁸⁰⁾.

⁽⁸⁰⁾ Oltre alle applicazioni tradizionali del *trust* in vicende di securitization, intriganti idee operative potrebbero scaturire dall'osservare come nulla impedisce che il *trustee* dichiarati per iscritto ai beneficiari quali sono i loro diritti e quale quota del reddito e dell'utile dell'iniziativa spetta a ciascuno. La legge del Liechtenstein e molte leggi sudamericane prevedono espressamente l'emissione di certificati, ma anche nei *trusts* angloamericani ciò può avvenire senza problemi (si pensi agli *unit trusts*). Cfr. LUPOLI, *Trust*, cit., 537.

2.5. Operatività del trust nell'ordinamento italiano.

Dal 1° gennaio 1992 il *trust* è operativo anche nel nostro ordinamento, in virtù dell'entrata in vigore della Convenzione dell'Aja sulla legge regolatrice e sul riconoscimento dei *trusts*, ratificata dal legislatore italiano con la legge n. 364 del 16 ottobre 1989⁽⁸¹⁾. La Convenzione, approvata il 20 ottobre del 1984, fu adottata il 1° luglio 1985 durante i lavori della quindicesima sessione della Conferenza permanente di diritto internazionale privato dell'Aja, ed è entrata in vigore il 1° gennaio 1992 poiché il suo art. 30 disponeva che soltanto « il primo giorno del terzo mese dopo il deposito del terzo strumento di ratifica » essa avrebbe avuto piena efficacia⁽⁸²⁾.

La scelta di dedicare al *trust* una sessione della Conferenza dell'Aja derivava dall'esigenza di superare le difficoltà connesse all'individuazione della legge applicabile ed al riconoscimento di un istituto assai diffuso nella prassi degli ordinamenti di *common law*, ma pressoché ignorato in tutti gli altri. In Italia, ad esempio, la giurisprudenza negli ultimi cento anni aveva in più occasioni respinto l'operatività del *trust* nel nostro ordinamento, e ciò sulla base di considerazioni che afferivano alla tipicità dei diritti reali, alla lesione dei diritti ereditari, e alla violazione di altri principi fondanti dei sistemi di diritto civile⁽⁸³⁾. Dopo l'emanazione del testo normativo adottato all'Aja, molti legislatori

⁽⁸¹⁾ La Convenzione è stata pubblicata in due versioni ufficiali. Quella in francese trovasi in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1985, 194; quella in inglese in *International Legal Materials*, 1984, vol. XXIII, 1889. La legge 16 ottobre 1989, n. 364, è stata pubblicata nel *Suppl. ordinario alla Gazz. Uff.*, 8 novembre 1989, n. 261.

⁽⁸²⁾ Le tre ratifiche che permisero l'operatività della Convenzione furono quelle di Regno Unito, Australia e Italia. « La velocità del legislatore italiano ha colto di sorpresa l'operatore di diritto italiano, abituato evidentemente ad un diverso costume più pronto a frenare o ritardare il rispetto degli impegni comunitari » osserva G. PONZANELLI, in A. GAMBARO - A. GIARDINA - G. PONZANELLI, *Convenzione relativa alla legge sui trusts e al loro riconoscimento*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1993, n. 6, 1211-1349.

⁽⁸³⁾ La giurisprudenza italiana che si è occupata di *trust* prima dell'entrata in vigore della Convenzione, può essere così riassunta: App. Cagliari, 12 maggio 1898, in *Giur. it.*, 1898, 1/1, c. 612 e seguente Cass. Roma, 21 febbraio 1899, *id.*, 1/1, c. 216 e in *Foro it.*, 1900, I, c. 501. V., inoltre, Cass. Napoli, 29 marzo 1909,

nazionali — nell'attesa di ratificare la Convenzione, o indipendentemente da essa — hanno regolato l'istituto attraverso normative interne. Si è così aperta una vera e propria « corsa al *trust* ». Ciò in quanto detto strumento, non soltanto si dimostra utile veicolo di segregazione, ma anche duttile e pregevole meccanismo di gestione dei rapporti intercorrenti tra più soggetti. Introdurre il *trust* nel sistema ha, dunque, significato, anche per numerosi paesi di diritto civile, dotarsi di un istituto destinato ad attirare capitali.

L'Italia è, probabilmente, l'unico paese che abbia ratificato la Convenzione e non abbia anche provveduto ad emanare una normativa interna che regolamenti il *trust*; ciò implica che i *trusts* operanti nel nostro ordinamento siano disciplinati dalla normativa convenzionale e dalla legge interna di uno qualsiasi degli stati che ne posseggono. La Convenzione, infatti, prevede che il *settlor* possa scegliere la legge applicabile al *trust* che egli stesso ha creato, e, in assenza di tale scelta, appresta dei sistemi sussidiari per individuarla. Il ritardo del nostro legislatore nell'adottare una normativa interna ha fatto sì che parte della dottrina sollevasse remore intorno alla compatibilità del *trust* con alcune norme inderogabili del sistema civile italiano e al trattamento fiscale del nuovo istituto. La questione più dibattuta riguarda l'operatività di c.d. *trusts interni* ⁽⁸⁴⁾. Si è, in altre parole, discusso della possibilità di istituire un *trust* che abbia un *settlor* italiano, un *trustee* italiano, beni ubicati in Italia e beneficiari italiani. Secondo alcuni autori, a tale fattispecie, essendo essa qualificabile come interamente nazionale, non si applicherebbe la Convenzione dell'Aja che, in quanto normativa di diritto in-

in *Giur. it.*, 1909, 1/1, c. 649; Trib. Oristano, 15 marzo 1956, in *Foro it.*, 1956, I, 1019; Trib. Casale Monferrato, 13 aprile 1984, in *Riv. not.*, 1985, 241.

⁽⁸⁴⁾ Sul dibattito riguardante il c.d. *trust* italiano, tra i contributi più recenti, si rinvia a L. RAGAZZINI, *Trust « interno » e ordinamento giuridico italiano*, in *Riv. not.*, 1999, 2, 279; A. THIENE, *La Convenzione dell'Aja relativa alla legge applicabile ai trusts e al loro riconoscimento: effetti nell'ordinamento italiano*, in *Studium iuris*, 1998, 1408; CASTRONOVO, cit.; nonché, se si vuole, a F. DI CIOMMO, *La Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985 ed il cd. trust interno*, in corso di pubblicazione su *Temi Romana*, ed agli autori ivi citati.

ternazionale privato, riguarderebbe solo *trusts* internazionali. Tale tesi è stata, con diverse argomentazioni, contestata. In particolare, si è detto che la Convenzione non distingue mai il *trust* internazionale da quello interno, ed inoltre che, dovendosi applicare al *trust* italiano, per forza di cose, una legge straniera, ciò basterebbe a qualificare come internazionale la fattispecie⁽⁸⁵⁾. Sul punto, non è possibile, in questa sede, indugiare oltre⁽⁸⁶⁾.

La Convenzione copre l'operatività dei soli *trusts* espressi, tra i quali vanno annoverati anche i *testamentary trusts*, e non riguarda, dunque, gli *statutory*, gli *implied* ed i *resulting trusts*, figure tipiche operanti negli ordinamenti di derivazione anglosassone. Sulla natura giuridica dell'*express trust*, che non sia anche *testamentary*, si sono sviluppate diverse teorie. Si è detto che l'atto istitutivo del *trust* sarebbe un contratto tra *settlor* e *trustee*, ma pare più corretto ricondurne la struttura ad un negozio complesso costituito da un atto unilaterale del *settlor*, istitutivo del *trust*, ed un contratto esecutivo, con il quale *settlor* e *trustee* si trasferiscono la proprietà dei beni oggetto dell'operazione (e così riempiono di contenuti il *trust fund* e sostanziano la posizione obbligatoria del *trustee* che, altrimenti, resterebbe solo formale).

In seguito all'entrata in vigore della Convenzione, si sono registrati in Italia alcuni importanti interventi, *lato sensu* normativi ovvero regolatori, finalizzati a consentire una piena ed efficace ricezione dell'istituto⁽⁸⁷⁾. Tra gli altri, va segnalato lo studio condotto dall'ABI e pubblicato nel dicembre del 1996, avente ad oggetto il *trust* ed in particolare « le forme di utilizzo

(85) Sebbene l'art. 13 della Convenzione dell'Aja escluda espressamente, in tal senso, la rilevanza della legge applicabile.

(86) V., per una prima attuazione giurisprudenziale della Convenzione dell'Aja, Trib. Lucca, 23 settembre 1997, in *Foro it.*, 1998, I, c. 2008, con nota di E. BRUNETTI, *Il testamento dello zio d'America - Il "trust" testamentario*; ed *ibid.*, c. 3391 con nota di M. LUPOI, *Aspetti gestori e dominicali, segregazione: "trust" e istituti civilistici*.

(87) Ci si riferisce, oltre agli interventi riportati nel testo, al parere della Consob contenuto nella comunicazione DALIRM 96004904, pubblicata in AA.VV., *Il Trust. Le finalità, le dinamiche, le responsabilità e gli aspetti fiscali*, in *Guida al diritto*, n. 9, ottobre 1997, 86.

che maggiormente possono interessare coloro che operano nel settore bancario e finanziario »⁽⁸⁸⁾. Lo studio evidenzia come tale istituto sia applicabile, nel campo finanziario, in caso di emissioni obbligazionarie — in particolare *eurobonds* — nonché, in operazioni complesse quali quelle denominate *project finance*, in funzione di *escrow account*. Alla lettera "D" del documento riepilogativo, si legge che nelle operazioni di cartolarizzazione il *trust* può fungere da *SPV*, cioè da società veicolo, cui vengono trasferiti dalla banca i crediti da cartolarizzare: il *trustee* provvede a frazionare i crediti acquistati e a collocarli sul mercato.

Per realizzare concretamente la segregazione patrimoniale tipica di ogni operazione di *trust*, l'ABI consente al *trustee* di aprire un conto corrente a sé intestato nella qualità di *trustee* o intestato direttamente al *trust*. Preliminare all'accensione di tale conto è la verifica dei poteri del *trustee* mediante l'analisi del documento istitutivo del *trust*. A questo riguardo, si osserva che l'interesse della banca alla visione di tale atto (ed alla acquisizione di esso) è finalizzato ad accertare quanto sia funzionale all'apertura ed alla gestione del conto corrente, sicché alcune parti del documento (ad esempio l'indicazione dei beneficiari) non hanno interesse per l'istituto di credito e il *trustee* può legittimamente non comunicarle. Si può ritenere, inoltre, che la banca possa considerare separato il saldo del conto dal patrimonio personale del *trustee* solo dopo aver controllato che esistano, ai sensi della Convenzione dell'Aja, i presupposti per il riconoscimento del *trust* in questione. Secondo una diversa, e per l'ABI preferibile, ricostruzione della problematica, la banca non sarebbe tenuta a nessun controllo e si dovrebbe attenere esclusivamente a quanto il *trustee* dichiara, ma con tale soluzione chi scrive non concorda.

La scarsa utilizzazione che il *trust* ha avuto in Italia, anche dopo il 1° gennaio 1992, sconta, sicuramente, i dubbi — già accennati — di afferenza prettamente civilistica, ma è dovuta

⁽⁸⁸⁾ Così si legge al paragrafo 5 della relazione riassuntiva dello studio dell'ABI, i cui passi salienti sono pubblicati in AA.VV., *Il trust. Le finalità, le dinamiche, le responsabilità e gli effetti fiscali*, cit.

principalmente alle incertezze di carattere fiscale. Fin quando l'operatore non potrà contare su un regime tributario determinato, applicabile alle diverse vicende di un'operazione di *trust*, preferirà utilizzare altri istituti, ovvero, se tecnicamente possibile, costituire *trusts* i cui effetti fiscali ricadano all'estero⁽⁸⁹⁾. Per ovviare a tali problemi, in attesa dell'auspicato intervento legislativo, il Secit — massimo organo di coordinamento degli ispettori tributari — ha emanato nel 1998 una delibera con cui ha tentato di fare chiarezza in materia⁽⁹⁰⁾. Il regime approntato, sul quale in questa sede non ci si può intrattenere, finisce per risultare eccessivamente oneroso e dunque, con buona probabilità, scoraggerà ulteriormente, nell'immediato futuro, l'utilizzazione di *trusts* con ricadute fiscali in Italia⁽⁹¹⁾.

⁽⁸⁹⁾ Tali *trusts*, c.d. *offshores*, saranno, per lo più, costituiti nei c.d. paradisi fiscali.

⁽⁹⁰⁾ La delibera n. 37/1988 del Secit è pubblicata, *ex ceteris*, in *Italia Oggi*, 10 settembre 1998, 19-20.

⁽⁹¹⁾ Per una rapida riflessione sul regime fiscale del *trust* in Italia, si rinvia al cap. VI.