

Dai crediti ai flussi di cassa: i cespiti cartolarizzabili nelle operazioni di finanza strutturata (*seconda parte*)

di Marco Marianello

6. La natura giuridica dei titoli emessi. - Secondo la testuale ed espressa dizione dell'art. 2, comma 1, della legge n. 130/99, i titoli emessi⁽¹⁾ per consentire l'acquisto dei crediti costituiscono strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 1, commi 2 e 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. T.U.F.).

La nozione di strumento finanziario, percepita da una parte della dottrina come sostitutiva del concetto di valore mobiliare, è stata volutamente intesa dal legislatore in un'accezione piuttosto ampia, aperta all'evoluzione esistente nella concreta prassi esistente sui mercati finanziari.

La categoria degli strumenti finanziari, pertanto, risulta volutamente omnicomprendensiva e di difficile classificazione, dal momento che appare dotata di un elevato indice di flessibilità, atto a recepire tutte le successive evoluzioni applicative che dovessero eventualmente verificarsi nella prassi dei mercati regolamentati.

L'incorporazione del diritto nel documento (art. 1, l. n. 130/99), unita ai requisiti della letteralità e dell'astrattezza, indurrebbero a ravvisare l'esistenza di un titolo di credito.

Risulta evidente, infatti, che la sottoscrizione da parte dei risparmiatori sarà resa più agevole qualora la sorte dei titoli emessi risulti completamente svincolata rispetto ai rapporti negoziali sottostanti⁽²⁾.

(1) Secondo A. Veronelli, *op. cit.*, p. 62, "La formula adottata nel testo desta, peraltro, non poche perplessità: il legislatore rinuncia infatti a delimitare concettualmente il contenuto normativo dei titoli oggetto dell'offerta da parte della società cessionaria, inquadrandoli genericamente come valori mobiliari (*rectius* strumenti finanziari)".

Si veda al riguardo N. Squillace, *Cartolarizzazione dei crediti e sollecitazione all'investimento*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di R. Pardolesi, *cit.*, p. 155 ss.

(2) G. Scagliarini, in P. Bontempi - G. Scagliarini, *op. cit.*, p. 74.

Secondo A. Veronelli, *op. cit.*, p. 71 ss., "la fattispecie può essere inquadrata fra i titoli causali", in virtù del combinato disposto dagli artt. 1, comma 1, lett. b), e 5, comma 1, della l. n. 130/99, sicché "la pretesa del portatore del titolo non sarebbe neutra sotto il profilo funzionale e la loro validità (degli strumenti emessi) verrebbe meno in difetto del legame con il rapporto giuridico cui la pretesa è riconducibile". Ed ancora "Circa il significato da attribuire all'espressione titoli rappresentativi di un interesse normalmente negoziabile, è da condividere l'opinione di chi afferma che la formula sarebbe comprensiva sia di situazioni giuridiche perfette (diritti di credito), sia di situa-

(segue)

Senonché occorre rilevare a tale proposito l'inattaccabilità del patrimonio dello SPV, stante la segregazione dello stesso, da parte dei portatori dei titoli (c.d. *limited recourse* o ad esigibilità limitata), la quale costituisce la naturale conseguenza dell'intervenuta separazione patrimoniale⁽³⁾⁽⁴⁾.

L'esigibilità limitata dei titoli emessi induce, quindi, a ritenere che i medesimi non possano essere qualificati come titoli obbligazionari⁽⁵⁾, atteso che in tal caso la società emittente non risponde con il proprio patrimonio, ma mediante gli attivi attribuiti all'entità prevista dalla legge ai quali, in perfetta osservanza di quanto disposto dall'articolo 2740, comma 2, c.c., il legislatore ha attribuito natura di patrimonio separato.

L'art. 1, comma 1, lett. b), della legge n. 130/1999, del resto, utilizza al

(continua nota 2)

zioni non giuridicamente tutelate negli stessi termini e risolvendosi in mere aspettative, e richierebbe qualsiasi partecipazione ad operazioni di massa (...) nelle quali chi emette (o chi offre o colloca) il valore mobiliare garantisce all'investitore un'aspettativa di profitto".

(3) Si riportano testualmente a tale proposito alcuni brani, tratti dalla Relazione della Commissione finanze del 22 febbraio 1999, pubblicata in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 427 ss., "Dal momento che i portatori dei titoli sono titolari di crediti ad esigibilità limitata, poiché non tutelati dai patrimoni delle società emittenti, essi devono per converso essere particolarmente tutelati dal flusso finanziario dei pagamenti relativi ai crediti ceduti (...). Il titolo emesso dalla società emittente non è garantito dal capitale della società stessa, il quale è di modesta entità, ma dai crediti segregati. La peculiarità dell'operazione sta quindi nell'irrelevanza del rapporto tra l'indebitamento derivante dall'emissione ed il patrimonio netto della società veicolo".

(4) Si veda la nota n. 9, laddove la rappresentazione contabile delle passività induce a ritenere che le stesse risultino *ab origine* separate dal patrimonio della società-veicolo.

C. Ruccellai, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della l. 30 aprile 1999, n. 130*, cit., p. 396, non ritiene di definire questi titoli come obbligazionari, dal momento che l'emittente "non risponde di quei titoli con il suo patrimonio, poiché la garanzia patrimoniale dei crediti incorporati nei titoli è limitata al patrimonio separato costituito da quel portafoglio crediti che supporta quella operazione (...). In altri termini, il rischio della inesigibilità dei crediti ceduti non viene mai assunto dalla società di cartolarizzazione cessionaria, la quale lo scarica sui sottoscrittori dei titoli che essa emette in virtù del contratto di sottoscrizione funzionalmente collegato al contratto di cessione".

Per F. Muratori, *op. cit.*, p. 346, "incorporare sta a significare che il debito rappresentato dai titoli emessi sarà puntualmente remunerato nella misura in cui il portafoglio crediti, così come costruito, produrrà un flusso di cassa a tal fine sufficiente".

Secondo E. Spano, *op. cit.*, p. 436, la legge sulla cartolarizzazione avrebbe introdotto una nuova specie di titolo di credito.

(5) Così come ritenuto da D. Galletti, *Sub art. 5, in Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, cit., p. 1121, il quale, sostenendo una nozione molto ampia di obbligazione, afferma che "non si deve avere alcuna perplessità nel qualificare i titoli emessi nel corso di securitization come obbligazioni, benché *limited recourse*, e ricostruibili come veicoli per l'incorporazione di rapporti di associazione in partecipazione".

Si veda anche F. Bochicchio, *La cartolarizzazione dei crediti: sinergie tra intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare*, in *Dir. fall.*, 2000, p. 989 ss.

G. De Nova-C. Leo, *La securitization in Italia*, in *Contratti*, 1999, p. 712, "I titoli suddetti non dovrebbero essere riconducibili ad obbligazioni, perché l'emittente non risponde se non nei limiti dell'incasso che ottenga dai debitori".

riguardo una locuzione giuridicamente di portata diversa (soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli), rispetto all'espressione adoperata in materia di prestito obbligazionario (rimborso dei titoli).

La perfetta separazione intercorrente tra gli assetti proprietari e quelli gestori consente, quindi, allo SPV di operare la traslazione del rischio di insolvenza dei crediti ceduti sui portatori dei titoli⁽⁶⁾.

La preminenza dell'assetto gestorio risulta evidente qualora l'operazione di *securitization* si realizzi tramite lo strumento del fondo comune di crediti.

Alcuni autori⁽⁷⁾ ritengono ammissibile l'esistenza di titoli di credito obbligazionari, assistiti da una clausola collaterale e convenzionale di pagamento parziaria, per effetto della quale l'obbligazione risulta strutturata come forma giuridica atta alla cartolarizzazione di prestiti collettivi, con obbligo di restituzione di natura neutra rispetto alla qualificazione del rapporto sottostante.

Ad una più approfondita analisi, tuttavia, la presunta equiparazione tra le *securities* ed i titoli obbligazionari non assume rilievo tramite una prospettiva sostanzialistica, ma soltanto sotto il profilo tributario (art. 6, l. n. 130/99, art. 22, comma 8, l. n. 409/01 ed art. 2, comma 5, l. n. 410/01).

Tale *modus operandi* ha contribuito all'eliminazione del principale ostacolo per l'attuazione delle operazioni suddette, dal momento che gli interessi sui titoli atipici sono soggetti ad una ritenuta alla fonte pari al 27 per cento, mentre quelli derivanti da prestiti obbligazionari, purché aventi una durata superiore a diciotto mesi, scontano una ritenuta alla fonte pari al 12,5 per cento (art. 26 D.P.R. n. 600/73)⁽⁸⁾.

Occorre evidenziare che la suddetta equiparazione ha contribuito alla risoluzione delle problematiche insorte prima dell'entrata in vigore della

(6) Sotto tale peculiare profilo F. Caputo Nasseti, *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998, p. 77 ss., ha definito i titoli cartolarizzati come strumenti derivati di credito.

In senso conforme C. Rucellai, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, p. 415, il quale equipara le *securities* alle *credit linked notes* "la cui particolarità sta nel fatto che il pagamento del capitale a scadenza e degli interessi è condizionato dal pagamento del capitale e degli interessi di un titolo di riferimento emesso da un terzo (rischio di riferimento)". Nel caso dei titoli emessi dalla società di cartolarizzazione il rischio di riferimento è costituito dall'andamento del portafoglio crediti ceduto dall'*originator* alla società di cartolarizzazione stessa. Vi è di più. Il rischio di riferimento non è costituito soltanto dall'andamento del portafoglio crediti ma anche dall'effettiva disponibilità, a favore dei portatori dei titoli, del flusso finanziario derivante dal portafoglio stesso".

(7) G. Gentile, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, p. 763.

(8) A. Di Nepi, *Problemi fiscali e di bilancio*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, cit., p. 177.

legge n. 130/99, ovvero al periodo in cui le *securities* emesse avvalendosi di uno SPV non residente, non potendo essere qualificate come titoli obbligazionari di diritto italiano, venivano considerate equivalenti ai titoli atipici dall'amministrazione finanziaria, con conseguente assoggettamento alla disciplina tributaria relativa⁽⁹⁾.

Possiamo affermare, quindi, che la natura di titoli atipici, *rectius* di titoli di debito tipici a contenuto atipico⁽¹⁰⁾, da parte degli strumenti finanziari predetti trova una diretta conferma nell'espressa deroga alle disposizioni contenute nell'art. 11 del T.U.B. e negli articoli 2410-2420 c.c. (art. 5, comma 2, l. n. 130/99), con conseguente possibilità di emettere i titoli da parte di società a responsabilità limitata (art. 22, comma 1, l. n. 409/01 ed art. 2, comma 1, l. n. 410/01)⁽¹¹⁾.

Ulteriore riprova di tale assunto consegue anche dall'espresso richiamo operato dall'art. 129, commi 1 e 2, T.U.B. (art. 5, comma 1, legge n. 130/99), il quale rinvia a fonti di normazione secondaria ed alla con-

(9) A. Di Nepi, *op. ult. cit.*, p. 178.

(10) G. Guerrieri, *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1017, "Di certo, non si può dubitare della circostanza che, trattandosi di titoli espressamente disciplinati dalla legge, essi non possano essere fatti rientrare nel novero dei titoli atipici: probabilmente, qualora se ne voglia mettere in luce la variabilità di contenuto, a fronte di una struttura delineata dalla legge solo nelle sue caratteristiche fondamentali, li si potrebbe definire "titoli di debito tipici a contenuto atipico", a cui sono applicabili, salva diversa previsione contenuta nel prospetto informativo, tutte le norme dettate in via generale dal nostro ordinamento in materia di titoli di credito".

(11) Secondo A. Petraglia, *op. cit.*, p. 1074, "pur essendo genericamente qualificati come strumenti finanziari, disciplinati dal T.U.F. e da emettersi secondo quanto previsto dall'art. 129 del T.U.B., non è chiaro se essi siano titoli tipici o atipici, lasciandosi, con ciò (forse pericolosamente), spazio all'autonomia negoziale dei privati".

Si vedano anche F. Maimeri, *op. cit.*, p. 239 ss.; M. Granieri, *op. cit.*, p. 22; C. Rucellai, *op. cit.*, p. 398 ss.

Per G. Rumi, *op. cit.*, p. 447, "sembra, invece, che il mancato inquadramento dei titoli oggetto di emissione in una categoria determinata possa essere ricondotto ad una condivisibile volontà del legislatore diretta a fornire, attraverso gli artt. 5 e 6 della legge n. 130, una tipologia flessibile di titoli atipici ed astratti, seppur dotata di una "tipizzazione tributaria" certa, non discriminati rispetto alle partecipazioni nei fondi comuni obbligazionari ed ai titoli emessi dalle banche. Fortemente limitativo sarebbe stato, all'opposto, ancorare gli strumenti finanziari oggetto di emissione ad una tipologia determinata. In questo senso, la prescrizione da parte della Banca d'Italia di contenuti predeterminati avrebbe l'effetto di assoggettare a nullità i contratti od i titoli difformi (art. 117. 8 t.u.b.), ciò apparendo altrettanto limitativo nell'ambito di un mercato in cui la flessibilità assurge a requisito fondamentale per la competitività nel contesto internazionale".

Per G. Fauceglia, *op. cit.*, p. 82, "In tal senso si ampliano i confini della raccolta tra il pubblico del risparmio non bancario, sì da permettere di ipotizzare un'estensione della stessa nozione di raccolta del risparmio, dalle sole tipologie di operazioni intrinsecamente caratterizzate da un obbligo di rimborso, anche ad altre forme di acquisizione di danaro con riguardo alle quali comunque sussiste un impegno contrattuale alla restituzione".

La stessa Relazione al disegno di legge n. 5058, *cit.*, manifestava l'espressa volontà di non entrare "nel merito dell'annosa questione relativa alla natura dei fondi a rimborsabilità più o meno piena dei titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione dei crediti".

seguinte distinzione tra titoli conformati (tipici) e non conformati (atipici)⁽¹²⁾.

La creazione di titoli atipici comporta l'assoggettamento dell'emittente alla più complessa procedura informativa prevista dal combinato disposto degli art. 129, comma 2, e 143 del T.U.B., anche se l'Autorità di vigilanza potrebbe avvalersi per tali operazioni delle modalità semplificate previste dal comma 6 del medesimo articolo.

In ogni caso la Banca d'Italia risulta chiamata a valutare, attraverso la propria opera di *moral suasion* e con funzione di *investors protection*, la compatibilità dell'operazione con le necessarie garanzie di stabilità e di efficienza del mercato degli strumenti finanziari, potendo il materiale collocamento dei titoli concretamente avvenire mediante l'intermediazione di consorzi o di altri analoghi apparati.

Un argomento esegetico favorevole alla sostanziale equiparazione tra le *securities* ed i titoli obbligazionari neppure può essere desunto dall'acritica enfaticizzazione e parificazione del ruolo e dell'ufficio ricoperti dal rappresentante dei portatori dei titoli (c.d. *noteholders' representative* - art. 22, comma 2, l. n. 409/01 ed art. 3, comma 1, l. n. 410/01)⁽¹³⁾ rispetto a quello previsto dall'art. 2417 c.c.

Pur essendo simili le funzioni esercitate e consistenti fondamentalmente, nel caso delle *asset-backed securities*, in un compito di vigilanza sull'operato della società veicolo e del *servicer*, nonché in una funzione di rappresentanza sostanziale e processuale dei portatori dei titoli, è necessario precisare che le medesime si espletano all'interno di una diversa realtà ontologica e funzionale, esistente tra un'operazione relativa ad un prestito obbligazionario ed una attinente all'emissione di attivi oggetto di titolarizzazione.

(12) Delibera CICR del 12 gennaio 1994 ed Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del 23 giugno 1994, aggiornate in data 11 dicembre 1995.

(13) C. Ruccellai, *op. cit.*, p. 406, equipara il ruolo assunto dal rappresentante comune dei portatori dei titoli a quello assunto dal *protector* nel *trust*.

A. Vicari, *Cartolarizzazione dei crediti e credit linked notes: oscillando tra trust e contratto*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000, p. 542 ss., «L'allestimento delle *credit linked notes* non solo porta ad espungere il rapporto sottostante dal novero dei contratti tipici, ma anche a rendere impossibile ricondurre i titoli stessi al tipo dell'obbligazione. Infatti, sebbene parte della dottrina ritenga che, a seguito dell'introduzione delle obbligazioni irredimibili e subordinate nel testo unico in materia bancaria e creditizia, il tipo dell'obbligazione debba essere ricostruito ormai come "forma giuridica" atta alla cartolarizzazione di prestiti, del tutto "neutra" rispetto alla qualificazione del rapporto sottostante, della quale in ultima analisi costituisce il solo *vestmentum*, non si deve dimenticare che la struttura dell'obbligazione presuppone sempre un obbligo di restituzione del capitale (...). Poiché, nelle *notes*, il diritto al rimborso è invece tutt'altro che certo, si deve concludere che esse non possano essere ricondotte al tipo dell'obbligazione e vadano considerate titoli atipici».

Attraverso la prima, infatti, l'emittente intende reperire un finanziamento sul mercato, utilizzandolo per il perseguimento delle proprie finalità imprenditoriali ed obbligandosi, con il proprio patrimonio, a restituirlo ai sottoscrittori alla scadenza pattuita.

Diametralmente opposta è la finalità perseguita dall'*originator*, il quale procede alla smobilizzo di consistenti voci dell'attivo patrimoniale realizzando, nel contempo, una considerevole anticipazione di cassa e riversando il rischio di insolvenza sui portatori dei titoli, i quali potranno soddisfarsi solo sul complesso dei beni segregati.

Le fattispecie ora esaminate, pur differendo tra loro per la predetta e sostanziale diversità ontologica-teleologica, risultano tuttavia sottoposte, nella nuova formulazione dell'art. 2411 c.c., introdotta dal d. lgs. n. 6/2003⁽¹⁴⁾, ad una identità di disciplina, volta a favorire lo sviluppo delle fonti di finanziamento da parte delle società di capitali⁽¹⁵⁾.

La possibilità di poter emettere strumenti finanziari atipici, infatti, dovrebbe favorire la ricapitalizzazione delle imprese nazionali, nonché contribuire allo sviluppo delle operazioni di *venture capital* e di *project finance*⁽¹⁶⁾.

Occorre, in ogni caso, rilevare che, pur rappresentando una fattispecie immanente alla rappresentazione della complessa struttura negoziale, la

(14) Art. 2411, ultimo comma, c.c., "La disciplina del presente capo si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società.

(15) Si veda anche il nuovo testo dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., laddove la possibilità di emettere strumenti finanziari diversi dalle tradizionali categorie di azioni e obbligazioni viene lasciata alla libera decisione dell'autonomia statutaria.

(16) Secondo F. Muratori, *op. cit.*, p. 391 ss., la caratteristica comune alle operazioni di *project financing* e di titolarizzazione "risiede nel fatto che, in entrambe le operazioni, il servizio del debito non è assistito dalla garanzia patrimoniale generica del debitore, ciò determinando la necessità che le operazioni siano "strutturate" in modo tale da essere "autosufficienti". Se nel contesto di un *project finance* il puntuale servizio del debito è garantito dai flussi di cassa prodotti dalla gestione dell'opera/impianto finanziato, in una operazione di *securitization* lo stesso è garantito dai flussi di cassa generati dai portafogli di crediti ceduti (...). Da un punto di vista generale si pensi a come entrambe le operazioni siano caratterizzate dalla notevole complessità strutturale e dalla voluminosità della documentazione legale composta, tra l'altro, da un elevato numero di contratti. Tali contratti devono essere "bancabili", ossia redatti in modo tale da essere accettati dalle banche, e sono collegati funzionalmente da una "causa-fine meta-contrattuale" che è riconducibile al sorgere di un debito la cui restituzione non è assistita dalla garanzia patrimoniale generica del debitore. (...) Se il "parallelismo" tra le due operazioni finanziarie risulta essere particolarmente interessante, altrettanto affascinante e non priva di risvolti applicativi significativi si presenta l'opportunità di applicazione "combinata" delle due tecniche, ossia una *securitization* che preveda l'emissione di titoli "garantiti" dai flussi di cassa generati da un impianto realizzato in *project finance*. Questa ipotesi, infatti, ha già visto concrete applicazioni all'estero e potrebbe aprire orizzonti nuovi nel mondo della finanza, portando alla realizzazione di opere o impianti finanziati attraverso il ricorso diretto al mercato dei capitali".

manca di una *trust law* nazionale⁽¹⁷⁾ costituisce un limite oggettivo all'implementazione delle operazioni di finanza strutturata.

Tale lacuna normativa costituisce, *de jure condendo*, un sostanziale ostacolo al complessivo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, dal momento che la concreta attuazione della stessa contribuirebbe alla riduzione della durata e dei costi connessi all'intero programma negoziale, nonché alla semplificazione della complessa struttura sottostante⁽¹⁸⁾.

7. Aspetti problematici della cartolarizzazione immobiliare: normativa di riferimento. - Tenendo conto delle considerazioni emerse sino a questo punto, risulta più agevole procedere ad una prima indagine ermeneutica su alcuni aspetti peculiari della cartolarizzazione immobiliare.

Attraverso la legge 23 novembre 2001, n. 410, è stato convertito, con modificazioni, il decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, recante «Disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare».

La suddetta normativa è stata prevalentemente dettata da esigenze di ordine pratico, volte sia ad imprimere un'accelerazione al programma di dismissione del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali ai fini della riduzione del rapporto Deficit/PIL, sia a facilitare una pronta indagine ricognitiva sulla consistenza numerica dei cespiti predetti.

(17) L'art. 2, comma 3, del d.d.l. n. 5058, presentato alla Camera dei deputati in data 7 luglio 1998 e concernente il programma dell'operazione, recita testualmente che "(...) sulla falsariga delle esperienze estere, il presente disegno di legge introduce la figura del *trustee*, al quale è affidato il compito di verificare la regolarità delle operazioni alla luce della legge e del programma (comma 2°); in particolare, è previsto che i servizi di riscossione, di incasso e di pagamento debbano essere svolti da una banca o da un intermediario finanziario vigilato, ai quali viene affidata per legge la tutela delle ragioni dei sottoscrittori".

(18) Sulle nozioni di segregazione e di separazione patrimoniale si rinvia all'opera di P. Manes, *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1391, la quale ritiene che "L'operazione di cartolarizzazione attuata dal legislatore italiano, rappresenta la ricezione di un flusso giuridico spurio, non già la ricezione di un modello puro di trust, come apparentemente potrebbe apparire, avendo il legislatore nazionale di questo mutuato solo l'effetto giuridico più evidente, quello segregativo, reputandolo esclusivo ed assorbente".

Per D. Messinetti, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. "cartolarizzazione" dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, p. 101 ss., "si deve rilevare come la dottrina non sia uniforme nel distinguere le due figure, rispettivamente, della "segregazione" e della "separazione". Secondo l'accezione più frequentemente corrente il primo termine starebbe a significare, con immagine simbolica, la creazione di uno schermo accentrato di protezione dei beni destinati allo scopo, attraverso la preclusione all'azione recuperatoria di soggetti diversi da quelli preventivamente determinati. Al riguardo si individua una legittimazione esclusiva, mentre il secondo termine viene riferito piuttosto ad effetti di garanzia più attenuati, nel senso che essi non escluderebbero l'ingresso di altri creditori nei casi normativamente disciplinati. Al riguardo, si tratta di legittimazione preferenziale".

Appare di indubbia evidenza il fatto che la mancanza o l'insufficienza degli elementi di identificazione catastale ha costituito, unitamente alla complessità dei procedimenti di alienazione, una delle cause ostative principali alla sollecita dismissione del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali pubblici, iniziato con il decreto legislativo 16 febbraio 1996, n. 104.

Quest'ultimo compito è stato affidato all'Agenzia del demanio, la quale ha provveduto alla concreta individuazione degli immobili mediante i decreti dirigenziali del 27-30 novembre 2001⁽¹⁹⁾ (art. 1, commi 1 e 2, l. n. 410/01)⁽²⁰⁾.

8. La pubblicità immobiliare. - L'esigenza di procedere ad una semplificazione delle formalità pubblicitarie, relativamente alle operazioni sopra citate, ha fatto sì che trovassero diretta applicazione, *in subiecta materia*, le disposizioni contenute nell'art. 58, commi 2, 3 e 4 del T.U.B., concernenti la cessione dei rapporti giuridici individuabili in blocco⁽²¹⁾.

La pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, quindi, sembrerebbe consentire l'immediata trasmissione dei privilegi e delle garanzie di qualsiasi tipo, senza bisogno di effettuare alcuna trascrizione, iscrizione e/o annotazione⁽²²⁾.

L'anzidetta forma di pubblicità sarebbe sostitutiva pertanto, con efficacia *erga omnes*, non soltanto dell'annotazione di cui all'art. 2843 c.c., ma

(19) Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 novembre 2001, recante il trasferimento alla società di cartolarizzazione, all'uopo costituita, dei beni immobili appartenenti a enti soggetti a vigilanza del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, individuati dai decreti dell'Agenzia del demanio (G.U. 14 dicembre 2001, n. 290).

(20) Il comma 3 sancisce che: "I decreti di cui ai commi 1 e 2, da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, hanno effetto dichiarativo della proprietà, in assenza di precedenti trascrizioni, e producono gli effetti previsti dall'art. 2644 del codice civile, nonché effetti sostitutivi dell'iscrizione dei beni in catasto".

(21) M. Granieri, *op. cit.*, p. 18 ss., "Nella prassi internazionalistica delle operazioni di cartolarizzazione è invalso l'uso delle cessioni c.d. non notification, che assicurano la massima riservatezza dell'operazione e che prescindono addirittura dalla notificazione dell'avvenuta cessione ai debitori ceduti, i quali continuano a pagare all'originator, nella mutata veste di *servicer*".

Secondo F. Macario, *Trasferimento del credito futuro ed efficacia verso i terzi: lo "stato dell'arte" di giudicare*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, p. 460, "Con l'art. 58, comma 2, d. lgs. 385/93, il legislatore conferma che il superamento delle formalità previste dalla disciplina generale della cessione dei crediti non soltanto non contraddice ad alcun principio cardine dell'ordinamento, ma costituisce una soluzione normativa praticamente obbligatoria, quante volte il rispetto delle suddette formalità condurrebbe alla paralisi e, quindi, all'inattuabilità di operazioni finanziarie di rilevante interesse per il sistema economico".

(22) La Relazione al disegno di legge n. 5058, *cit.*, sub art. 4, stabilisce che la pubblicità sostitutiva operi anche "in ordine al trapasso delle garanzie ipotecarie, che avviene automaticamente, senza formalità ed oneri di annotazione".

anche di qualsiasi altra modalità eventualmente richiesta dalla legge per la trasmissione di privilegi speciali⁽²³⁾.

Risulta indiscutibile che tale esigenza di semplificazione è stata attuata dal legislatore al fine di favorire la circolazione della ricchezza e, quindi, è stata riconosciuta prevalente rispetto all'interesse del debitore ceduto ad avere un'effettiva conoscenza dell'avvenuta cessione. Ciò non significa, tuttavia, che a causa della stessa debba essere travolto il regime di circolazione dei beni immobili, dei diritti reali immobiliari e di garanzia, nonché il più generale principio di buona fede.

Quest'ultimo costituisce, secondo autorevole dottrina⁽²⁴⁾, un criterio di integrazione pervasivo, il quale esplica i propri effetti durante tutto lo svolgimento del rapporto negoziale.

L'art. 1, comma 3, della legge n. 410/01 dispone, inoltre, che i decreti dirigenziali dell'Agenzia del demanio, nel momento in cui vengono pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale, hanno effetto dichiarativo della proprietà, in assenza di precedenti trascrizioni (art. 2650 c.c. - c.d. principio di continuità delle trascrizioni), e producono gli effetti previsti dall'art. 2644 c.c.⁽²⁵⁾.

(23) Si veda in tal senso F. Seassaro, *La cessione dei crediti*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, (a cura di) R. Pardolesi, *cit.*, p. 136 ss. L'efficacia nei confronti dei terzi della cessione ex art. 58 T.U.B. e sempre per effetto della pubblicazione nella G.U. è ipotizzata, in maniera fortemente dubbia ed in epoca antecedente alla l. n. 130/99, da R. Cercone, *Cessione di rapporti giuridici a banche*, in *La nuova legge bancaria, Commentario* a cura di P. Ferro-Luzzi, p. 983.

Sembra maggiormente possibilista al riguardo P. Ferro-Luzzi, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 432, il quale osserva come "nell'interpretare lo stesso art. 58 del testo unico, va ricordato che, ove si guardi la sostanza delle cose, la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale non va valutata come essenzialmente strumentale al fine di assicurare una astratta e teorica conoscibilità dell'operazione da parte del ceduto ma, soprattutto nella cartolarizzazione, in funzione della sicurezza (anche sotto il profilo della data) della cessione, in particolare agli effetti della opponibilità ai terzi".

Cfr. anche G. De Nova-C. Leo, *La securitization in Italia*, *cit.*, p. 711, i quali evidenziano, invece, il ruolo determinante del comma 2, dell'art. 4, l. n. 130/99, ai fini dell'opponibilità della cessione nei confronti dei terzi, mentre F. Modulo-C. Zaccagnini, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.*, p. 79, sembrano negare l'esistenza del problema, laddove osservano che l'art. 58 del T.U.B. "Dispone l'opponibilità della cessione dei crediti ai terzi senza bisogno della notificazione ai sensi dell'art. 1264 c. c."

L'art. 58, comma 3, del T.U.B. sancisce, infatti, che: "I privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestate o comunque esistenti a favore del cedente, nonché le trascrizioni nei pubblici registri degli atti di acquisto dei beni oggetto di locazione finanziaria compresi nella cessione conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario senza bisogno di alcuna formalità o annotazione. Restano altresì applicabili le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti".

Cfr. L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002, p. 53 ss.

(24) S. Rodotà, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969.

(25) Per le concrete modalità operative del procedimento di individuazione si rinvia espressamente al combinato disposto dell'art. 3, commi 16, 17, 18 e 19, l. n. 410/01 ed agli articoli 15 e (segue)

L'analisi dei dati normativi, in realtà, induce a ritenere che la suddetta modalità di pubblicazione costituisca un onere necessario ma non sufficiente per attuare l'adempimento delle formalità previste dalla complessa fattispecie.

L'esigenza di apprestare tutela alla buona fede dei debitori ceduti⁽²⁶⁾, al fine di evitare indebiti pagamenti, unitamente all'interesse sotteso ad assicurare la corretta circolazione dei beni immobili e dei relativi diritti reali di garanzia, si manifestano in tutta evidenza nella stessa formulazione dell'art. 58, comma 2, del T.U.B., ove si sancisce che l'Autorità di vigilanza può stabilire forme integrative di pubblicità. Seppure in un diverso ambito operativo, anche l'Autorità garante per la protezione dei dati personali ha previsto, nella *newsletter* del 2-8 aprile 2001⁽²⁷⁾, che l'obbligo di informativa semplificata per le operazioni di cartolarizzazione, al fine di rendere compatibile la relativa disciplina con quella sul trattamento dei dati sensibili, oltre ad espletarsi mediante la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, deve essere attuato a vantaggio degli interessati e reso agevolmente visibile nelle filiali o negli uffici della società cessionaria.

Il medesimo obbligo deve essere assolto, inoltre, in forma integrativa attraverso la pubblicazione su almeno due quotidiani di rilevanza nazionale ed uno del luogo in cui sono insediate le filiali che hanno intrattenuato tali rapporti con il maggior numero di controinteressati.

Si deve, pertanto, ritenere che soltanto la perfetta combinazione ed integrazione tra le due forme di pubblicità sopra descritte contribuisca ad assicurare l'effettiva conoscenza della cessione nei confronti del debitore ceduto e, quindi, la produzione degli effetti di cui all'art. 1264, comma 2, c.c.

Occorre tener presente che la normativa regolante le operazioni di *securitization* non prevede, per soddisfare le esigenze dianzi ricordate, ovvero la celerità e l'efficienza della complessa struttura economica, i temperamenti contenuti nell'art. 58, commi 5 e 6 del T.U.B. e che la pubblica-

(continua nota 25)

17 decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 18 dicembre 2001 (G.U. 4 febbraio 2002, n. 29).

(26) Si rinvia, a tale riguardo, alla circolare della Banca d'Italia del 21 aprile 1999 n. 229, la quale contiene anche alcune indicazioni circa l'effettivo contenuto dell'avviso di cessione da pubblicare sulla Gazzetta Ufficiale. L'istituto di emissione ha prescritto che la banca cessionaria dia notizia, alla prima occasione utile, dell'avvenuta cessione ai diretti interessati (ad es. nell'estrattoconto, nella successiva rata di mutuo in scadenza, ecc).

Cfr. L. Radicati di Brozolo, *La cessione di crediti in blocco ex art. 58 T.U.: riflessi di diritto comunitario ed internazionale privato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, p. 510 ss.

F. Seassaro, *op. ult. cit.*, p. 139.

(27) G. Rumi-M. Bascelli, *Rilevanza della "privacy" nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Diritto e pratica delle società*, 2001, n. 9, p. 89 ss.

zione sulla G.U. costituisce, nel nostro ordinamento giuridico, la principale forma legale di pubblicità- notizia.

Un'attenta dottrina⁽²⁸⁾ propone, al riguardo, un parallelismo con le numerose pronunce di incostituzionalità emanate dalla Consulta in materia fallimentare, relative alla decorrenza dei termini di impugnativa delle sentenze e delle ordinanze dalla data di affissione sulla porta del Tribunale.

La questione appare certamente rilevante, se solo si presta attenzione all'ultimo comma dell'art. 58 T.U.B., il quale espressamente esclude dal proprio ambito di applicazione «le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti».

Lo sfavore legislativo nei confronti di tale tipo di pubblicità, volto a stabilire la conoscibilità legale degli atti nei confronti dei rispettivi destinatari, risulta altresì evidente dalla formulazione dell'art. 30 della legge 24 novembre 2000, n. 340, tramite il quale è stato abrogato il relativo obbligo di pubblicazione in materia di operazioni di fusione e scissione societarie.

Le apparenti antinomie esistenti tra le modalità pubblicitarie esaminate possono essere superate soltanto qualora si pervenga alla conclusione che a differenti formalità corrispondono funzioni diverse⁽²⁹⁾.

Occorre ribadire che le predette conclusioni appaiono logiche e coerenti con i principi generali del nostro sistema giuridico, a meno che non si vogliano ridimensionare le esigenze di certezza e di prevenzione dei conflitti sottese al sistema della pubblicità immobiliare.

L'esigenza di «favorire» la circolazione della ricchezza tramite l'adozione di forme eccessivamente semplificate otterrebbe, nel medio/lungo periodo, un risultato diametralmente opposto, portando alla paralisi del mercato per mancanza di conoscenza dei vincoli gravanti sulla proprietà fondiaria⁽³⁰⁾.

Qualora la cartolarizzazione abbia per oggetto l'emissione di titoli sot-

(28) P. Bontempi, in P. Bontempi-G. Sagliarini, *op. cit.*, p. 159 ss.

(29) Secondo F. Galgano, *Diritto civile e commerciale*, II, 2, Padova, p. 458 ss., il principio *accessorium sequitur principale* (art. 1263, comma 1, c. c.) non comporta che «la trasmissione si attui sempre in modo automatico, quale immediato effetto della cessione», atteso che «la trasmissione dell'ipoteca per effetto della cessione (...) esige l'adempimento di formalità corrispondenti a quelle richieste per la costituzione».

(30) Per M. A. Galeotti Flori, *La cartolarizzazione: aspetti fiscali, sul bilancio e nelle procedure concorsuali*, in AA. VV., *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di G. Morbidelli, *cit.*, p. 37, nota 15, «Le garanzie che assistono i crediti ceduti passano automaticamente alla società veicolo senza bisogno di alcuna formalità o annotazione (art. 58, 3° comma, d.lgs. n. 385/1993 richiamato dall'art. 4, legge n. 130/1999) il che vuol dire che non occorre alcun atto scritto, donde, in ogni caso, l'esclusione di qualunque tributo di registro e ipotecario *anche se occorre domandarsi se nel caso di garanzia ipotecaria non sia opportuna una annotazione presso i registri ipotecari della avvenuta cartolarizzazione* (il corsivo è nostro), ossia dell'avviso che deve essere pubblicato sulla *Gazzetta Ufficiale* (art. 4, legge n. 130/1999)».

tostanti a contratti di mutuo fondiario, pertanto, stante la natura costitutiva dell'annotazione prevista dall'art. 2843 c.c.⁽³¹⁾ e la specialità della disciplina ai sensi dell'art. 58, comma 3, T.U.B., non dovrebbe essere ritenuta possibile l'applicazione della legge n. 130/99 e, quindi, della relativa disciplina pubblicitaria in forma semplificata.

Nel caso in cui si ritenga di aderire ad una soluzione improntata a criteri di maggior rigore, pertanto, un sistema di pubblicità integrativa potrebbe essere attuato mediante l'applicazione in via analogica delle formalità previste dagli articoli 2831, 2839, 2845 e 2887 c.c., in relazione a quanto previsto in materia di ipoteca su titoli all'ordine o al portatore.

9. La valutazione del grado di esigibilità dei crediti (*rating*). - Nella valutazione di un'operazione di finanza strutturata vanno tenuti in analitica considerazione alcuni parametri di riferimento.

Le società emittenti strumenti finanziari, infatti, costituiscono materia di attento esame da parte di agenzie indipendenti, le quali hanno come oggetto specifico lo studio ed il monitoraggio costante del grado di affidabilità delle relative operazioni⁽³²⁾.

I principali criteri utilizzati dalle agenzie di *rating* per le proprie valutazioni debbono essere riferiti:

- al grado di solvibilità dell'emittente, ovvero alla capacità, da parte del medesimo, di far fronte agli impegni finanziari assunti nei confronti degli investitori;
- alla natura dello strumento finanziario emesso, nonché alla relativa tipologia;
- alle eventuali protezioni a fronte di fallimenti o situazioni di *default*;
- alle valutazioni sul capitale, sul *management*, sul *cash-flow*, sull'allocazione dei rischi, sulle strategie aziendali, sui mercati di riferimento.

(31) G. Gotla, *Dell'ipoteca*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1997, p. 1013. In giurisprudenza si vedano, in senso conforme, Cass. 7 maggio 1992, n. 5420, in *Giur. comm.*, 1993, II, p. 485 ss., e Cass. 12 settembre 1997, n. 9023, in *Vita notarile*, 1998, p. 929 ss.

(32) AA. VV., *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, (a cura di) S. Pivato, Milano, 1995; G. Pini, *La securitization: rischi e ruolo del rating*, in *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Roma, 1995; E. Monti-A. Esmanech -A. Tamagnini, *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996; L. Nieri, *L'applicazione del rating alle banche: problemi e prospettive*, Milano, 1996; F. Dezzani, *Il rating*, in *Impresa c.i.*, 1997; A.B.I., *Aspetti metodologici dell'implementazione di un sistema di internal rating*, Roma, 2000; V. Cantino, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, Milano, 2002; L.M. Nadotti, *Rischio di credito e rating interno*, Milano, 2002; F. Cannata, *La componente quantitativa dei rating delle agenzie: alcune evidenze empiriche*, Roma, 2002; R. De Lisa, *I sistemi interni di credit rating*, Milano, 2002; AA.VV., *Il rischio immobiliare: una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, (a cura di) C. Cacciama- ni, Milano, 2003.

Tali criteri vengono enucleati nei relativi processi di analisi, volti ad evidenziare le probabilità di rimborso dell'emissione sia sotto il profilo qualitativo (analisi prospettiche di settore e dell'impresa in senso strutturale), sia sotto l'aspetto quantitativo (analisi del bilancio e dei flussi di cassa).

L'analisi di bilancio consente, in particolare, di valutare l'equilibrio della struttura finanziaria aziendale (capitale di debito contro capitale di rischio), allo scopo di stabilire la capacità dell'impresa di generare risorse tali da soddisfare i debiti contratti.

La specifica elaborazione dei relativi quozienti di copertura (*coverage ratios*) e di indebitamento (*leverage ratios*), infine, consente la comparazione diretta dell'EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation*) o MOL (*Margine Operativo Lordo*), ovvero di un parametro atto a calcolare l'utile lordo prodotto dalla società esaminata.

Il *rating*⁽³³⁾, pertanto, rappresenta il giudizio, formulato in maniera piuttosto sintetica, dei parametri economici, statistici ed attuariali presi in considerazione, e viene espresso solitamente mediante caratteri numerici⁽³⁴⁾.

La valutazione emessa da tali agenzie risulta divisibile in due grandi categorie: *investment grade* (*rating* variabile da BBB- a AAA) e *speculative grade* (*rating* variabile da BB+ a D). Per le obbligazioni societarie, nel caso in cui si verifichi un dissesto finanziario, esiste un criterio di priorità per il rimborso delle varie classi dei titoli che, solitamente, avviene secondo diversi livelli di subordinazione e di garanzia decrescenti, corrispondenti alle categorie «senior», «mezzanine» e «junior».

(33) Le principali agenzie del settore sono rappresentate dalle statunitensi *Moody's* e *Standard & Poor's* e dall'europea *Fitch-ibca*. Le predette agenzie hanno assunto un ruolo preminente sui mercati internazionali, derivando la loro autorevolezza e la propria competenza dall'indubbia reputazione conquistata sui mercati di riferimento e dall'assoluta indipendenza da ogni influenza esterna.

Le valutazioni assegnate e la continua attività di monitoraggio delle stesse, oltre a costituire una stella polare per gli investitori, fondamentale in un mercato caratterizzato da un'esigenza di assoluta trasparenza, costituiscono anche uno spauracchio per i *bonds* emessi dagli Stati sovrani, i cui differenziali di rendimento subiscono sensibili fluttuazioni in seguito ad un successivo declassamento della propria affidabilità creditizia (c.d. rischio-Paese o rischio-sovrano).

(34) Per M. Granieri, *op. cit.*, p. 13, "un cenno preliminare va fatto alla compresenza di pubbliche autorità nelle operazioni di securitization. In altre esperienze giuridiche, la funzione di aumentare il valore dei crediti ceduti e di miglioramento del rating è stata posta in essere da soggetti pubblici che garantivano la restituzione dei mutui. Ciò è avvenuto, per esempio, negli Stati Uniti, rispetto ai mutui ipotecari per l'acquisto delle abitazioni. L'autorità pubblica, in altre parole, è stata presente ed è presente a vario titolo e con diversa intensità nelle operazioni di cartolarizzazione".

Secondo G. Pini, *op. cit.*, p. 95 e ss., il *rating* costituisce, "un giudizio sulla probabilità che gli investitori ricevano gli interessi ed il rimborso dell'intero ammontare prestato non oltre i tempi promessi". Una volta assegnato il *rating* inizia la fase del monitoraggio, nel corso della quale "le agenzie controllano che i principali indicatori del portafoglio crediti dimostrino una performance in linea con le aspettative formulate al momento di assegnazione".

La valutazione sul merito di credito, qualora risulti riferita ad un titolo *corporate*, viene ad indicare prevalentemente un giudizio sul grado di solvibilità dell'emittente.

Da ciò consegue che l'assegnazione di un *rating* influenza in maniera sensibile il rapporto rischio/rendimento del titolo emesso (ad un *rating* elevato corrisponde un rendimento inversamente proporzionale), divenendo di fondamentale importanza laddove la proposta di investimento si rivolga a transazioni riservate ad una platea di operatori non professionali.

Il ruolo svolto dalla società di *rating*, quindi, risulta di fondamentale importanza per garantire il buon esito delle operazioni di *securitization*.

Lo svolgimento dell'indagine conoscitiva si fonda non soltanto sulla valutazione della qualità dei crediti, ma anche sulle procedure sottostanti alla concessione ed all'amministrazione dei crediti stessi da parte dell'*originator*.

Particolare importanza, tra l'altro, viene attribuita allo studio prospettico dei dati storici, concernenti sia la percentuale di procedure contenziose componenti il portafoglio degli *assets* ceduti, sia le modalità di gestione degli stessi, qualora gli incassi delle attività cedute risultino affidati ad un terzo mandatario (*servicer*)⁽³⁵⁾.

Al termine del complesso procedimento la società di *rating* determina il giudizio sulla fattibilità dell'operazione, al fine di quantificare con sufficiente precisione, da un punto di vista matematico-attuariale, il profilo di rischio (*risk-grade*) per gli investitori.

Le emissioni dei titoli richiedono, oltre alla predetta valutazione iniziale, un monitoraggio costante e continuo dei flussi di cassa, necessario per poter procedere all'eventuale revisione del giudizio sull'indebitamento a breve e/o medio termine dell'emittente da parte della società di *rating* (c.d. apprezzamento - *upgrading* - o declassamento - *downgrading* -).

Nel caso in cui si assista ad un peggioramento delle variabili di scenario previste viene richiesta al cedente la prestazione di garanzie supplementari, volte ad assicurare il buon esito dell'operazione, oppure viene sollecitato l'intervento di un terzo garante (*credit enhancer*), dotato di un elevato grado di affidabilità finanziaria.

Lo sviluppo di un mercato dei capitali evoluto e trasparente richiede, in ogni caso, un significativo incremento della suddetta attività valutativa sul grado di solvibilità e sul profilo di rischio/rendimento delle singole emissioni, sia da un punto di vista quantitativo che da un punto di vista qualitativo (c.d. cultura del *rating*). In tal modo dovrebbe effettuarsi un

(35) M. Gambaro, *La titolarizzazione dei crediti: come realizzare un'operazione in Italia*, in *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Roma, 1995, p. 28 ss.

passo decisivo verso l'implementazione del mercato interno della *securitization*, reso possibile anche mediante la redazione di prospetti intelligibili ed il contestuale superamento delle numerose asimmetrie informative tuttora esistenti⁽³⁶⁾.

Occorre precisare, comunque, che l'obbligo di redazione del prospetto informativo, contenente le prescrizioni previste dall'art. 2, comma 3, lett. a)-i), della legge n. 130/99, concerne anche l'ipotesi in cui i titoli risultino destinati agli investitori professionali.

Tale speciale regime, con conseguente obbligo di veridicità delle informazioni ivi contenute, si applica nei confronti dell'emittente, dell'offerente i titoli (se soggetto diverso dall'emittente), del responsabile del collocamento e, più in generale, di tutti i soggetti che si relazionano con i destinatari della sollecitazione all'investimento.

I piccoli risparmiatori, invece, risultano destinatari, oltre che delle norme primarie contenute negli artt. 94 e ss. del T.U.F.⁽³⁷⁾, anche delle disposizioni stabilite dalla puntuale e minuziosa normativa secondaria, contenuta all'interno del regolamento Consob del 6 aprile 2000, n. 12475⁽³⁸⁾.

(36) Cfr. E. Monti, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, Roma, 1995, p. 83 ss.

Si veda, a tale proposito, la disciplina prevista dall'art. 2, commi 2 e 3, l. n. 130/99.

(37) L'art. 94, comma 2, d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (T.U.F.) dispone che "Il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti".

Secondo F. Modulo-C. Zaccagnini, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 84, "Ove tali operazioni riguardino società quotate, il prospetto dovrebbe peraltro svolgere anche la funzione di informativa al mercato ed ai soci, a norma dell'art. 114 del d. lgs. n. 58/98 (previo opportuno adeguamento del regolamento n. 11971/99), non rientrando le stesse tra quelle menzionate nella sezione dedicata all'informazione di operazioni straordinarie e costituendo tuttavia, quanto meno al superamento di determinate soglie, operazioni straordinarie".

(38) Pubblicato sulla G.U. dell'8 maggio 2000, n. 105.

Lo schema XVIII, contenuto nell'allegato n. 1 del suddetto regolamento, disciplina il prospetto di sollecitazione/quotazione relativo a strumenti finanziari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Si compone di cinque sezioni concernenti, rispettivamente: le informazioni relative alle operazioni; le informazioni relative agli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione e/o della quotazione; le informazioni relative ai soggetti che intervengono nell'operazione; le informazioni riguardanti i rapporti intercorrenti tra agenzia di *rating* e gli altri soggetti che partecipano all'operazione; le informazioni riguardanti la sollecitazione.

Le informazioni relative al *rating*, in particolare, debbono fornire (art. 5):

- l'illustrazione sintetica dell'attività di *rating* e del significato dei giudizi rilasciati;
- le informazioni relative alla/e agenzia/e di *rating* (denominazione e sede legale) che ha/hanno svolto la valutazione del merito di credito;
- l'indicazione del giudizio sintetico rilasciato sul merito dei crediti per ciascuno strumento finanziario (ed eventualmente classi relative ad ogni strumento finanziario) oggetto di sollecitazione all'investimento;

(segue)

Dal citato schema di prospetto informativo si rileva testualmente che il documento da consegnare all'investitore «deve contenere tutte le informazioni previste nello schema XVIII, anche nell'ipotesi in cui i dati e le notizie abbiano contenuto negativo». Si aggiunge che «peraltro, stante la complessità delle operazioni di cartolarizzazione (che, ad es., possono anche riguardare crediti futuri) il prospetto informativo dovrà contenere le integrazioni necessarie al fine di consentire al sottoscrittore l'apprezzamento dell'operazione proposta».

Per poter esprimere un giudizio sintetico sulla solidità della struttura economica dell'operazione, quindi, occorre in primo luogo procedere ad un'accurata indagine analitico/prospettica dei flussi di cassa generati dall'*originator* (*cash-flow model*).

A tale scopo viene di solito attuata una valutazione sistematica dell'omogeneità degli attivi ceduti, della loro allocazione geografica e settoriale, della congruità del prezzo di cessione, della copertura generata dai flussi di cassa e delle eventuali garanzie collaterali di supporto⁽³⁹⁾.

Successivamente viene proposta, per ogni tipologia di *assets* ceduta, una serie di variabili di scenario, ovvero quei fattori endogeni e/o esogeni all'operazione in virtù dei quali i flussi di cassa previsti subiscono delle alterazioni quantitative.

Il predetto studio prospettico consente di procedere alla formulazione di un *credit default model* dotato di un elevato grado di attendibilità, tramite il quale si riesce a quantificare con precisione la percentuale di ritardo e/o di insolvenza nei pagamenti delle attività cartolarizzate.

Un eventuale giudizio negativo in tale fase, effettuato dalla società di *rating*, comporta sicuramente un costo aggiuntivo per l'emittente, dal momento che questi potrebbe essere tenuto alla prestazione di garanzie supplementari oppure, in alternativa, ad aumentare lo *spread* del prezzo di collocamento dei titoli sul mercato.

(continua nota 38)

- le informazioni circa le modalità con cui le eventuali successive variazioni del giudizio saranno portate a conoscenza del pubblico.

(39) F. Colagrande-L. F. Fiore-M. Grimaldi-D. Prandina, *op. cit.*, p. 103 ss.

Per R. Rordorf, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000, p. 1166, "risulta chiaro come alla corretta valutazione del merito del credito sia affidato un ruolo essenziale per la tutela dell'investitore".

F. Macario, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, I, p. 23, ritiene che "non si può che denunciare il limite della riflessione puramente civilistica sul funzionamento di uno strumento giuridico pur di indiscussa duttilità (che, s'è detto, meriterebbe maggiore attenzione e una più decisa apertura da parte del nostro legislatore), dovendosi fare ricorso, da un lato, alla riflessione, di carattere eminentemente economico-operativo, relativa al decisivo intervento della società di *rating* e alla valutazione da cui discende l'affidabilità del titolo, dall'altro, all'esame della disciplina dei controlli da parte dei soggetti istituzionali sull'attività degli operatori".

La rappresentazione della complessa struttura si esaurisce con l'espressa previsione di un *trigger event*, ovvero la possibilità che si verifichi un evento ancora più sfavorevole rispetto alle previsioni contenute nel prospetto valutativo (*worst case scenary*), tale da richiedere il rimborso anticipato dei titoli.

Pur essendo la valutazione del merito di credito⁽⁴⁰⁾ riservata obbligatoriamente alle emissioni offerte agli investitori non professionali (c.d. segmento *retail*), la cultura del *rating* si sta rapidamente sviluppando anche presso gli investitori dotati di un qualificato livello di competenza.

Il mercato delle cartolarizzazioni in Italia si sta incrementando secondo una progressione geometrica, dovuta soprattutto all'ingresso degli operatori pubblici e degli emittenti *corporate*.

In tale ottica assumerà un'importanza fondamentale l'attribuzione di un *rating* alle operazioni di *securitization*, divenuto ormai indispensabile per poter procedere al collocamento dei titoli non solo sul mercato domestico, ma soprattutto su quello internazionale.

Tutto ciò consentirà, nel medio periodo, di attenuare i possibili rischi di insolvenza connessi ad ogni singola operazione e di contribuire allo sviluppo di un *secondary market*⁽⁴¹⁾ dei titoli emessi, con il chiaro intento di favorire la trasparenza delle transazioni, la tutela dei risparmiatori ed un'efficiente allocazione delle risorse finanziarie.

Occorre, infine, rilevare che sovente vengono assegnati, nel caso di emissione di titoli *corporate*, dagli *advisors* preposti al relativo collocamento, dei *rating* impliciti o *unsolicited* di natura interna, i quali prescindono dalla richiesta o dall'autorizzazione della società emittente.

(40) E. Spano, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 443, "Nell'impossibilità pratica di analizzare le migliaia di crediti ceduti con un'operazione di cartolarizzazione, è chiaro che l'investitore acquisterà un titolo solo in quanto gli è stato attribuito un *rating*. Di fatto, la decisione di acquisto si sposta dai crediti oggetto di cartolarizzazione (che l'investitore non conosce e non può conoscere) alla credibilità dell'istituzione, che ha attribuito il *rating*".

(41) Cfr. sul punto M. Anolli, *La securitization: considerazioni per lo sviluppo di un mercato secondario di asset backed securities*, in *Banca notizie*, 1/2000, p. 1 ss.; E. Girino, *Asset backed securities, quando i crediti cartolari si quotano in borsa*, in *Amministrazione e finanza*, 11/2000, p. 46 ss.

C. Celio, *Più liquidità sui titoli Abs*, in *Il Sole 24Ore* del 25 marzo 2003, "Finora è stato quasi un «mercato fantasma», ma presto si volterà pagina. Anzi, per il mercato delle *asset-backed securities* pubbliche (cioè delle obbligazioni derivanti dalle cartolarizzazioni del Tesoro), il vento ha già iniziato a cambiare direzione (...). L'intenzione del Tesoro è quella di spingere sull'acceleratore per andare oltre la platea di investitori che fino ad oggi hanno messo in portafoglio le *abs* di Stato. «Fondi, assicurazioni e gestioni patrimoniali - sottolineano ancora al Tesoro - si sono tenute ai margini di questo mercato proprio per la mancanza di un coefficiente di liquidità sufficientemente elevato. Puntiamo a tirarli dentro rendendo più efficiente il mercato secondario». Per il prossimo futuro, insomma, l'obiettivo è quello di invitare le banche ad un maggiore impegno per assicurare la liquidità alle *abs* pubbliche. «Non c'è l'intenzione di farlo diventare un vincolo formale ma, nella selezione degli *arranger* delle prossime cartolarizzazioni, questo aspetto inizierà ad avere un peso»".

Tali valutazioni assumono un carattere di minore autorevolezza ed attendibilità, dal momento che si fondano su dati accessibili alla generalità degli operatori economici, nonché rivestono anche una funzione promozionale da parte dell'agenzia da parte dell'agenzia, la quale si propone di ottenere, in un prossimo futuro, l'assolvimento di eventuali incarichi da parte dell'emittente.

Ad una finalità completamente diversa, infine, tendono i c.d. *shadow-rating*, commissionati su ordinazione ad agenzie specializzate dagli *arrangers* preposti all'operazione. I relativi giudizi, rilasciati generalmente in seguito all'espletamento di procedure standardizzate e prestabilite, non assolvono ad una funzione di natura tecnica sull'affidabilità creditizia dell'emittente ma rispondono ad una precisa strategia di *marketing* da parte degli *advisors*, economicamente penalizzati dal collocamento di un titolo *unrated*.

Tali giudizi possono rivestire - al limite - il carattere di un generico consiglio di investimento, simile a quello rilasciato dagli analisti finanziari.

10. Le eventuali ipotesi di conflitto di interessi tra i soggetti partecipanti all'operazione. - Nell'effettuare la valutazione sul merito di credito diviene indispensabile garantire la perfetta neutralità ed imparzialità dell'agenzia di *rating* non soltanto nei confronti dell'*originator*, ma anche degli altri soggetti coinvolti nella complessa operazione⁽⁴²⁾.

Nella concreta prassi negoziale l'iniziativa viene intrapresa da un consulente esterno (*advisor*), il quale esegue uno studio di fattibilità dell'operazione ed una prima valutazione sul merito dei crediti (*due diligence*). In base alle valutazioni effettuate durante la *due diligence* e, quando richiesto, al giudizio emesso dal collegio sindacale o dalla società di revisione (c.d. *auditing*), la società di *rating* emette la propria valutazione. Successivamente una o più banche d'affari (*arranger*) provvedono alla concreta attuazione dell'intera operazione.

Il servizio di cassa, riscossione e recupero crediti viene affidato ad un intermediario professionale (*servicer*), il quale può coincidere con il cedente (*originator*), qualora risulti in possesso dei necessari requisiti (art. 2, comma 6, l. n. 130/99).

La materiale emissione dei titoli può essere curata dal cedente oppure da un intermediario specializzato (*issuer*). Nel caso in cui venga richiesta

(42) F. Modulo-C. Zaccagnini, *op. ult. cit.*, p. 78, "Determinante è altresì l'assetto dei rapporti contrattuali che normalmente si instaurano tra i soggetti partecipanti interessati alla gestione dei crediti ceduti e dei titoli emessi. Tali rapporti sono infatti disciplinati da singoli contratti che dovrebbero tenere conto di eventuali conflitti di interessi, per esempio nelle ipotesi in cui il cedente sia anche il soggetto incaricato della riscossione dei crediti, e ripartire le rispettive responsabilità".

la prestazione di eterogaranzie, intervengono solitamente primarie compagnie assicurative o aziende di credito (*credit enhancer*).

L'effettivo collocamento dei titoli, infine, viene posto in essere da una *merchant bank*, la quale solitamente agisce tramite un consorzio di collocamento.

Nessun limite è previsto dalla legge relativamente alla percentuale di partecipazione al capitale della società-veicolo cessionaria (SPV) da parte dell'*originator*.

È normativamente stabilito soltanto un obbligo di menzione dei rapporti partecipativi all'interno del prospetto informativo (art. 2, comma 3, lett. i), l. n. 130/99)⁽⁴³⁾.

I rapporti di partecipazione esistenti tra i soggetti partecipanti all'operazione assumono, in ogni caso, uno specifico rilievo nell'ambito della peculiare disciplina di settore.

(43) M. Bessone, *op. cit.*, p. 7 ss., "Quanto alla soggettiva posizione dell'*originator* nel suo rapporto con la controparte *cessionaria* va semmai richiamato il disposto della lettera d) del terzo comma della norma, là dove ci si riferisce agli «eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria», essendo di evidente rilievo i problemi conseguenti alle situazioni di «conflitto di interesse» che possono darsi quando *originator* e società *cessionaria* o *emittente i titoli* appartengano ad un medesimo gruppo societario. Da ciò il regime di *trasparenza dei rapporti* disposto dalla norma. Ma in altri ordinamenti operano posizioni di divieto". Ed ancora "Per i soggetti potenzialmente interessati alla possibile cessione di posizioni creditorie da cartolarizzare sarà comunque immancabile e di decisivo rilievo il servizio prestato da un *advisor*, intesa come tale la impresa (e sarà di regola una *merchant bank*) chiamata a valutare i diversi profili di fattibilità dell'operazione (e la sua tempistica). La valutazione della massa dei crediti indicati come possibile oggetto della cartolarizzazione comporterà complesse operazioni di *due diligence* del portafoglio, in modo particolare concentrate su valutazioni di rischio di irrecuperabilità del credito (insieme ad altre comunque relative ai tempi di recupero e ai suoi costi). Valutazioni che saranno poi parte importante dell'informativa dovuta al mercato e alle autorità di pubblica vigilanza. E sarà bene ricordare fin d'ora in che misura anche per l'impresa *advisor* si devono considerare possibili questioni di conflitto di interessi (esistendo infine anche rilevanti questioni di modalità di trattamento dei dati acquisiti in punto di tutela della *privacy* dei soggetti riguardati dalla operazione finanziaria)".

E. Spano, *op. cit.*, p. 444 ss., "È auspicabile che nascano presto società indipendenti "per la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti" (art. 3.1) e a *magiori* un adeguato numero di «operatori che svolgono la valutazione del merito di credito» (art. 2.5). È tuttavia agevole ipotizzare che, almeno in una prima fase, in attesa che meglio si configuri il mercato e data l'urgenza di talune operazioni, già annunciate, le società cessionarie vengano costituite nell'ambito dello stesso gruppo, del quale fa parte il cedente, come consentito dall'art. 1.3 lett. i), che si limita a richiedere un'enunciazione formale nel prospetto informativo. In questo caso, gli accennati profili di conflitto di interessi si staglierebbero in modo ancor più netto nei confronti di una società cessionaria, appartenente al gruppo della cedente, emittente dei titoli sottoscritti dagli investitori, nell'interesse dei quali deve in definitiva operare, tanto più qualora anche il soggetto investitore professionale, gestore di patrimoni altrui, appartenesse al medesimo gruppo (...). "Il cessionario e, per suo incarico, il *service provider* (ben *a fortiori* se è lo stesso cedente) vengono a trovarsi in una situazione non soltanto potenziale di conflitto di interessi, in particolare se vi è una pattuizione di riacquisto o comunque una garanzia, in qualunque forma, del cedente-gestore. Ritengo infatti che necessariamente il mandato di gestione ed incasso dei crediti debba attribuire al *service provider* una certa autonomia decisionale".

La Banca d'Italia⁽⁴⁴⁾, ad esempio, prevede che le banche evidenzino, all'interno della nota integrativa, alcune specifiche informazioni, tra cui assumono particolare rilievo «le eventuali interessenze in società veicolo».

Anche gli interessi del *servicer*, il quale sovente coincide con lo stesso *originator*, non debbono entrare in contrasto con quelli dei portatori dei titoli e di tutti gli altri *stakeholders*⁽⁴⁵⁾.

I rapporti partecipativi ed il rilievo dell'attività di *rating* rivestono, inoltre, un ruolo preminente anche in materia di rimborso di titoli subordinati (c.d. *tranche mezzanine*)⁽⁴⁶⁾.

Il requisito dell'indipendenza nell'espletamento dell'attività di valutazione rappresenta, a nostro avviso, il fulcro della complessa operazione, assumendo un'importanza fondamentale per poter procedere al collocamento dei titoli sul mercato, nonché assicurare la conseguente tutela dei risparmiatori⁽⁴⁷⁾.

(44) Bollettino di vigilanza n. 7/2001, p. 10.

(45) Il provvedimento della Banca d'Italia del 23 agosto 2000, denominato "Disposizioni per le società di cartolarizzazione", stabilisce, nell'allegato 2, che "Al «servicer» fanno pertanto capo sia compiti di natura operativa, sia funzioni di «garanzia» circa il corretto svolgimento delle operazioni di cartolarizzazione nell'interesse dei portatori dei titoli e, in generale, del mercato. Detti compiti vanno considerati in modo unitario. Per il corretto espletamento degli stessi è importante che il servicer assicuri un costante presidio su tutti i movimenti concernenti il patrimonio cartolarizzato. In tale contesto, assume rilievo verificare che: a) le somme rivenienti dalla riscossione degli attivi cartolarizzati affluiscono nei conti dello SPV «dedicati» all'operazione e che non si creino situazioni di confusione con i beni della società veicolo e con i patrimoni relativi alle altre operazioni di cartolarizzazione; b) nell'esecuzione delle singole fasi delle operazioni di cartolarizzazione sia assicurata la tutela degli interessi dei portatori dei titoli. In tale ambito andrà posta particolare attenzione alle ipotesi di conflitto di interesse (il corsivo è nostro); c) gli incassi avvengano nel rispetto delle scadenze programmate".

(46) La Banca d'Italia ha stabilito, nel Bollettino di vigilanza n. 12/2001, p. 12, che "le banche investitrici in titoli *mezzanine* derivanti da cartolarizzazioni di crediti che non comprendono posizioni classificate, al momento dell'emissione dei titoli, né tra le sofferenze né tra gli incagli possono applicare in ogni caso il trattamento previsto per i titoli *senior* anche qualora i titoli "junior" e le altre forme di supporto del credito a copertura delle "prime perdite" siano di ammontare inferiore al "requisito attività cartolarizzate", purché risultino soddisfatte tutte le seguenti condizioni: a) la banca investitrice sia diversa dall'*originator* e non appartenga al medesimo gruppo bancario di quest'ultimo (il corsivo è nostro); b) i titoli *mezzanine* siano classificati di qualità adeguata (*investment grade*) da almeno due agenzie di *rating* riconosciute, oppure da almeno una società di *rating* riconosciuta a condizione che nessun'altra agenzia abbia attribuito una valutazione inferiore (il corsivo è nostro); c) la banca che detiene i suddetti titoli sia dotata di idonei presidi organizzativi per gestire i relativi rischi e, in particolare, delle strutture tecniche che le consentano di misurare periodicamente - con frequenza almeno giornaliera qualora i titoli in esame siano classificati nel *trading book* - il valore di presumibile realizzo (valore corrente nel caso di *trading book*) dei titoli stessi e di monitorare adeguatamente i rischi sottostanti".

(47) F. Di Ciommo, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130* (a cura di) R. Pardolesi, cit., p. 74 ss. E. Spano, *op. ult. cit.*, p. 445, "ritengo inammissibile, mentre la legge, sia pure con una formula molto indeterminata («eventuali rapporti esistenti»), lo ammette (art. 2.5, ultima parte) che la società di *rating* appartenga al medesimo gruppo della società cedente o della società cessionaria, laddove la credibilità stessa della società di *rating* e della sua valutazione sarebbero minate alla base".

G. Scagliarini, in P. Bontempi-G. Scagliarini, *op. cit.*, p. 102.

Il predetto giudizio si estende anche alle eventuali garanzie collaterali⁽⁴⁸⁾, prestate dallo stesso *originator* o da soggetti terzi, a supporto del buon esito dell'emissione.

La prestazione di eterogaranzie, inoltre, si riflette spesso sui costi dell'operazione e sui profili di rischio e di rendimento degli *assets* titolarizzati.

L'esigenza di stabilire i requisiti di professionalità ed i criteri per tutelare l'indipendenza degli operatori delle società di *rating*, nonché l'informazione sui rapporti intercorrenti tra questi ed i soggetti compartecipanti alla *securitization*, ha trovato una concreta espressione nel regolamento Consob del 2 novembre 1999⁽⁴⁹⁾.

(48) Secondo F. Muratori, *op. cit.*, p. 347, "In relazione ad una *Securitization*, il termine "garanzie" va utilizzato in senso tecnico, con una accezione più ampia, cioè, rispetto al significato tecnico-giuridico, estendendosi anche a quelle garanzie di natura "implicita" nascenti dal tipo di "strutture" adottate. Tali garanzie vengono "certificate" dall'intervento delle agenzie di *rating*, intervento che rappresenta esso stesso la prima garanzia e si risolve molto spesso nell'attribuzione all'emissione di un *rating* generalmente più alto del merito di credito attribuibile all'*Originator* che cede i crediti. A tale riguardo, le agenzie di *rating* e, in ultima analisi, gli investitori, richiedono che l'operazione e quindi l'emissione si avvalga di tutta una serie di garanzie dirette ed indirette".

(49) F. Dezzani, *Il rating*, in *Impresa c. i.*, 1997, p. 223 ss.

Per R. Rordorf, *op. cit.*, p. 1168, "L'esistenza di rapporti partecipativi inferiori alla soglia del collegamento (ex art. 2359, terzo comma, c.c.) non impedisce di assumere l'incarico di valutazione del merito del credito ma - come già ricordato - impone di darne espressa notizia nel prospetto informativo. Manca - e sarebbe lacuna da colmare - l'obbligo specifico di dare notizia nel prospetto anche degli eventuali rapporti (non partecipativi bensì) d'affari tra chi giudica il merito del credito e gli altri interessati. Una causa di fragilità del sistema mi sembra, però, sia ravvisabile nella totale assenza di ogni specifico meccanismo di controllo sul rispetto delle prescrizioni dianzi richiamate. Le società che valutano il merito del credito, pur dovendo rispondere ai requisiti di professionalità ed indipendenza di cui s'è detto, non sono iscritte in alcun albo o registro, né dunque soggette a quelle forme di vigilanza che normalmente a tali iscrizioni conseguono. Per la medesima ragione, in caso di gravi o ripetute violazioni delle regole di comportamento loro imposte, non è ipotizzabile alcun intervento sanzionatorio consistente nella cancellazione dall'albo o registro, né comunque alcun intervento idoneo ad impedire che esse continuino ad operare mettendo a repentaglio la tutela degli investitori. Nulla infatti la legge al riguardo dice e difficilmente anche la Consob, sulla base della delega conferitale, avrebbe potuto introdurre in via regolamentare un siffatto sistema di vigilanza, sanzionatorio e cautelare. Ne consegue che gli unici strumenti di reazione a fronte di pur gravi violazioni delle norme in esame sono da ricercare nella disciplina generale dell'illecito ed della responsabilità civile; e però si tratta di strumenti adoperabili soltanto *ex post*, e solo di volta in volta da parte di singoli danneggiati privi di mezzi di tutela collettiva, la cui forza di dissuasione potrebbe perciò non essere gran che efficace. Evidentemente si suppone che al resto basterà - per chi ne ha fede - la mano invisibile del mercato".

Si veda anche, a tale proposito, la Circolare A.B.I. 9 agosto 1999, n. 33.

Di seguito si riporta integralmente il contenuto del Regolamento di attuazione dell'art. 2, comma 5, della Legge 30/04/1999 n. 130, in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito:

Art. 1 - Fonti normative e definizioni

1. Il presente regolamento è adottato ai sensi dell'art. 2, comma 5, della Legge 30 aprile 1999 n. 130.

2. Nel presente regolamento si intendono per:

a) Consob: la Commissione nazionale per le società e la borsa;

b) Legge n. 130/99: La Legge 30 aprile 1999 n. 130.

(segue)

L'Autorità garante si richiama espressamente, per quanto attiene ai requisiti di indipendenza della società di *rating*, alle nozioni di controllo e di collegamento (anche indiretti) contenute nell'art. 93 del T.U.F. e nell'art. 2359, comma 3, c.c.

Successivamente, attraverso il regolamento Consob del 6 aprile 2000, n. 12475, i rapporti di partecipazione al capitale intercorrenti tra tutti i soggetti partecipanti all'operazione e, in particolar modo, quelli sussistenti tra l'agenzia di *rating*, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che, rispettivamente, li controllano e ne sono controllati, costituiscono oggetto, in ogni caso, di uno specifico obbligo informativo all'interno del prospetto⁽⁵⁰⁾.

(continua nota 49)

Art. 2 - Requisiti di professionalità

1. Gli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla Legge n. 130/99 devono essere costituiti in forma societaria ed essere organizzati in modo che:

a) alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrono persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a tre anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti;

b) sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle informazioni e dei dati acquisiti;

c) siano predisposti supporti tecnici e dotazioni di personale adeguati in relazione alle procedure utilizzate ed agli incarichi che si stima di svolgere in ciascun anno.

2. I requisiti previsti dal comma 1 si considerano posseduti dagli operatori attivi nei mercati dell'Unione europea da almeno tre anni nell'attività di valutazione del merito di credito alla data di entrata in vigore del presente regolamento.

Art. 3 - Indipendenza

1. La valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla Legge n. 130/99 non può essere effettuata da operatori che:

a) controllano o sono controllati da uno dei soggetti che partecipano all'operazione;

b) sono controllati dal medesimo soggetto che controlla uno dei soggetti che partecipano all'operazione;

c) sono collegati con uno dei detti soggetti.

2. Il prospetto informativo contiene indicazioni circa i rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'operatore incaricato della valutazione del merito di credito, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati.

3. Le situazioni di controllo e di collegamento sono definite in base al disposto, rispettivamente, dell'art. 93 del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 e dell'art. 2359, comma 3, del codice civile. Per i soggetti che partecipano all'operazione si intendono: il soggetto cedente, la società per la cartolarizzazione dei crediti, i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e gli altri soggetti che eventualmente partecipano all'operazione a garanzia del pagamento dei debiti ceduti.

Art. 4 - Entrata in vigore

Le disposizioni del presente regolamento entrano in vigore il giorno successivo a quello di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale.

(50) Regolamento Consob del 6 aprile 2000, n. 12475, all. n. 1, schema XVIII, Sezione quarta.

(segue)

Tali indicazioni, latrici di maggiore trasparenza ed efficienza informativa, assumono una vera e propria caratteristica di *leit-motiv* all'interno del predetto regolamento, evidente sintomo rivelatore di una maggiore sensibilità al riguardo da parte dell'Autorità di vigilanza.

Senonché la nuova formulazione dell'art. 37, comma 2, lett. b), del T.U.F. in materia di fondi comuni di investimento immobiliare, così come modificata dall'art. 5 della legge n. 410/01, sembrerebbe accogliere una nozione estensiva del requisito di indipendenza suddetto, volta a garantire maggiormente gli investitori⁽⁵¹⁾.

I recenti accadimenti di cronaca finanziaria⁽⁵²⁾ hanno dimostrato che i sistemi di controllo interni, sottesi a limitare l'attuazione di giudizi valutativi svolti in situazioni di conflitto di interessi, si sono spesso rivelati illusori, così come la separazione delle relative attività operative (c.d. *chinese walls*).

Una funzione indubbiamente più efficace viene rivestita dalle informazioni contenute all'interno del prospetto informativo (art. 2, comma 5, l. n. 130/99 ed art. 3, comma 2, regolamento Consob 2 novembre 1999).

La rilevanza di quest'ultimo risulta avvalorata, altresì, dall'introduzione nel nostro ordinamento dell'autonoma fattispecie di reato (falso in pro-

(continua nota 50)

Informazioni riguardanti i rapporti intercorrenti tra agenzia di *rating* e gli altri soggetti che partecipano all'operazione. R) XIV - Informazioni riguardanti i rapporti di partecipazione.

14. Informazioni circa gli eventuali rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'agenzia di *rating*, gli altri soggetti che partecipano all'operazione e i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati.

(51) Art. 5, comma 1 ter, l. n. 410/01: "All'art. 37, comma 2, del Testo Unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, la lettera b) è sostituita dalle seguenti:

b) le cautele da osservare, con particolare riferimento all'intervento di esperti indipendenti nella valutazione dei beni, nel caso di cessioni o conferimenti di beni al fondo chiuso effettuati dai soci della società di gestione o dalle società facenti parte del gruppo cui essa appartiene, comunque prevedendo un limite percentuale rispetto all'ammontare del patrimonio del fondo, e nel caso di cessioni dei beni del fondo ai soggetti suddetti;

b-bis) i casi in cui è possibile derogare alle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, avendo riguardo anche alla qualità e all'esperienza professionale degli investitori; nel caso dei fondi previsti dalla lettera d bis) del comma 1 dovrà comunque prevedersi che gli stessi possano assumere prestiti sino ad un valore di almeno il 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento per gli altri beni nonché possano svolgere operazioni di valorizzazione dei beni medesimi".

(52) Il Comitato per la *corporate governance* di Assogestioni ritiene insostituibile, *in subiecta materia*, il ruolo esercitato dall'autodisciplina. Per R. Rordorf, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, I, 2002, p. 774, «L'autoregolamentazione è in grado di dare reali vantaggi solo quando riesce a coordinarsi armonicamente con le fonti primarie dell'ordinamento generale (leggi, regolamenti emanati da autorità di vigilanza, ecc.), ritagliandosi un proprio spazio negli interstizi che quell'ordinamento è opportuno le garantisca. Il suo ruolo può essere complementare, ma non sostitutivo, e men che mai antagonistico, rispetto alla regolamentazione pubblica».

spetto) prevista dall'art. 1 del decreto legislativo 11 aprile 2002, n. 61, inserita all'interno della nuova formulazione dell'art. 2623 c.c.

Dal momento che la *securitization* costituisce una forma di sollecitazione del pubblico risparmio, ciò comporta l'evidente esigenza di prevedere rimedi specifici, idonei a garantire l'adeguata trasparenza dell'operazione e la necessaria informazione degli investitori.

La predetta norma penale tutela espressamente l'interesse pubblico all'integrità dei prospetti richiesti per la sollecitazione all'investimento per l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati unitamente ai documenti da pubblicare in occasione di offerte pubbliche di acquisto o di scambio di azioni.

Occorre evidenziare che le possibilità di conflitto tra la società di *rating* e gli altri soggetti partecipanti all'operazione potrebbero derivare anche da rapporti di natura contrattuale, oppure dall'eventualità che gli amministratori o i sindaci di una società risultino insediati nel *board* dell'altra.

A tale proposito la Consob, in considerazione del fatto che alcune clausole abusive non trovano applicazione ai contratti aventi per oggetto strumenti finanziari (art. 1469 bis, commi 4, 5 e 6, c.c.) e che le operazioni in conflitto di interessi possono essere espressamente autorizzate dal consumatore all'interno del contratto, ha fornito una nozione estensiva di parti correlate, ovvero in potenziale conflitto, ispirandosi a quella contenuta all'interno dei principi contabili internazionali (espressi dall'acronimo I.a.s. - *International accounting standard*)⁽⁵³⁾.

La suddetta nozione include «Coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con l'emittente, le società sottoposte a comune controllo o che hanno in comune con l'emittente la maggioranza degli

(53) Regolamento (C.E.) del 19 luglio 2002, n. 1606, in G.U.C.E. 11 settembre 2002, n. 243/1.

Un'ulteriore conseguenza dell'applicazione di tali principi riguarderà l'iscrizione in bilancio del valore dei beni immateriali (*intangibles assets*). Il criterio del costo sarà sostituito dal parametro relativo al reale valore di mercato (*fair value*), con rilevanti conseguenze sul valore del patrimonio netto e delle riserve societarie.

Secondo l'art. 71-bis del regolamento Consob del 14 maggio 1999, n. 11971, «1. In occasione di operazioni con parti correlate, concluse anche per il tramite di società controllate, che per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza o correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente, gli emittenti azioni mettono a disposizione del pubblico un documento informativo redatto in conformità all'allegato 3 B. Tale obbligo non sussiste se le informazioni sono inserite nel comunicato eventualmente diffuso ai sensi dell'articolo 66 o nel documento informativo previsto dagli articoli 70 e 71.

2. Il documento informativo è depositato presso la sede sociale e la società di gestione del mercato entro quindici giorni dalla conclusione delle operazioni. Del deposito è data immediata notizia mediante avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

3. La Consob individua la nozione di parti correlate tenendo anche conto dei principi contabili riconosciuti in ambito internazionale».

amministratori, i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso l'emittente, presso le società che si trovano in rapporto di controllo con esso o presso le società di comune controllo, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado di tali soggetti, nonché le società controllate dalle indicate persone fisiche⁽⁵⁴⁾.

Tutto ciò ha trovato un ulteriore riscontro all'interno del decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, denominato «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366», laddove vengono create delle azioni dotate di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale, risulta adottata una disciplina estensiva in materia di operazioni effettuate dagli amministratori in conflitto di interessi con la società e viene regolamentato per la prima volta il fenomeno della direzione e del coordinamento di società (c.d. gruppi)⁽⁵⁵⁾.

Le recenti disposizioni contenute nel decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 31 gennaio 2003⁽⁵⁶⁾, n. 47, attuativo dell'art. 5, comma 2, della legge n. 410/01, costituiscono, infine, un importante argomento di riflessione sul futuro assetto degli equilibri settoriali del *real estate* nazionale⁽⁵⁷⁾.

La materia del contendere riguarda, in particolar modo, i fondi comuni di investimento immobiliare chiusi ad apporto, nei quali una società, facente parte dello stesso gruppo che amministra il fondo, conferisce *assets* all'interno del medesimo⁽⁵⁸⁾.

(54) Sui problemi accennati si veda la *Relazione sull'attività della Consob nel 2001*, tenuta da L. Spaventa, pubblicata su "Il sole 24 Ore" del 9 aprile 2002. Secondo il Presidente dell'Autorità di vigilanza "L'innovazione finanziaria ed in particolare i nuovi strumenti di cartolarizzazione hanno consentito una migliore assicurazione e soprattutto una maggiore diffusione dei rischi". Ed ancora "Il problema nasce dall'esistenza di un potenziale o effettivo conflitto fra le esigenze di imparzialità dell'analisi ed i rapporti di interesse intrattenuti con la società (...). La forza di quei rapporti troppo spesso travolge le c.d. muraglie create dalle regole interne, che dovrebbero separare l'attività (molto lucrosa) di assistenza finanziaria e di consulenza da quella di studio (assai meno lucrosa)".

(55) Si rinvia, rispettivamente, alla nuova formulazione degli articoli 2350, commi 2 e 3, 2391 e 2497 ss., c.c.

(56) Regolamento recante modificazioni al regolamento attuativo dell'articolo 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di fondi comuni di investimento, in attuazione dell'articolo 5, comma 2, del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410 (pubblicato sulla G.U. 25 marzo 2003, n. 70).

(57) In data 12-18 giugno 2002 sono state collocate sul mercato telematico azionario le quote del fondo immobiliare chiuso denominato Alpha, costituito tramite il conferimento di immobili non residenziali da parte dell'Inpdap. La Fimit S.g.r., partecipata al 40 per cento dall'Inpdap ed al 60 per cento dal Mediocredito centrale, gestisce materialmente il fondo e garantisce la valorizzazione e la messa a reddito del patrimonio immobiliare, principalmente attraverso la riscossione dei relativi canoni di locazione.

(58) L'art. 2 del d. m. 31 gennaio 2003 stabilisce che il regolamento dei fondi prevede le seguenti forme di pubblicità, anche per estratto "a) delle relazioni di stima; b) degli atti di conferimento, acquisto ovvero cessione di beni, dei soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e del relativo gruppo di appartenenza (il corsivo è nostro); c) dei prestiti stipulati per il finanziamento delle ope-

(segue)

Nella relazione illustrativa al presente regolamento si evidenzia che «le opzioni interpretative avanzate sono state preferite in quanto funzionali alle esigenze regolamentari del mercato del risparmio gestito, tenendo conto di quanto suggerito dall'esperienza applicativa e di quanto rappresentato dagli operatori, dalle associazioni di categoria e dalle Autorità di vigilanza».

Le numerose deroghe contenute nelle modificazioni al regolamento n. 228/99, attuativo dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, relativamente alle operazioni di investimento nei fondi immobiliari in potenziale conflitto di interessi e suscettibili di ledere la tutela del pubblico risparmio, hanno sollevato notevoli perplessità da parte di numerosi operatori professionali⁽⁵⁹⁾.

(continua nota 58)

razioni di rimborso previsti dall'articolo 12-bis, comma 8; d) del gruppo di appartenenza dell'intermediario finanziario (il corsivo è nostro) di cui all'articolo 12-bis, comma 3, lettera b)».

L'art. 3 specifica che costituiscono oggetto dell'investimento "beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (il corsivo è nostro)".

L'art. 5, relativo alle modalità di partecipazione ai fondi aperti, precisa che "La sottoscrizione delle quote del fondo aperto o delle quote di un comparto del fondo stesso, se questo è suddiviso in comparti, ha luogo o mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione o, nel caso in cui il regolamento del fondo lo preveda, mediante conferimento di strumenti finanziari nella composizione che riproduce l'indice in conformità del quale il fondo investe (il corsivo è nostro)".

L'art. 6 stabilisce che "I fondi chiusi possono assumere prestiti per i rimborsi anticipati delle quote per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo (il corsivo è nostro) e che "Il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo (il corsivo è nostro)".

L'art. 7 recita testualmente che "Il patrimonio dei fondi immobiliari, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall'articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1) e 5), del Testo unico, è investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo. Detta percentuale è ridotta al 51 per cento qualora il patrimonio del fondo sia altresì investito in misura non inferiore al 20 per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività (il corsivo è nostro)".

(59) L'art. 7 del predetto d.m. 31 gennaio 2003 dispone, infatti, che le operazioni in potenziale conflitto di interessi possono essere eseguite subordinatamente alle seguenti cautele "a) il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60 per cento del valore del fondo; b) dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del

(segue)

La principale obiezione consiste sostanzialmente nel fatto che, pur ponendo alcuni temperamenti in materia di investimenti partecipativi in società immobiliari e di strumenti finanziari rappresentativi di crediti cartolarizzati infragruppo, viene sostanzialmente consentito dal predetto decreto ministeriale l'apporto di beni al fondo da parte dei soci della S.g.r. o delle società appartenenti al medesimo gruppo, a condizione che il valore del singolo bene non superi il dieci per cento del valore complessivo del fondo, oppure che il totale delle operazioni effettuate, anche in via indiretta, con i soci della società di gestione o con i soci o con gli appartenenti al gruppo societario non oltrepassi, rispettivamente, il quaranta per cento o il sessanta per cento del predetto valore.

A garanzia degli investitori è sancita la regola che il valore dei beni e diritti conferiti deve essere certificato da una relazione giurata di stima redatta da esperti indipendenti.

L'obbligo di quotazione, inoltre, risulta differito da dodici a ventiquattro mesi, così come viene stabilita una clausola di «lock up» di pari durata nei confronti del conferente, al quale è stato imposto un obbligo di detenzione delle quote sottoscritte a fronte dell'apporto per un ammontare non inferiore al trenta per cento.

Il suddetto conferimento deve essere statuito dagli amministratori della S.g.r. e la relativa delibera, accompagnata dal parere favorevole dell'organo di controllo, deve in ogni caso illustrare analiticamente lo specifico interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori.

L'indubbia necessità di procedere ad un notevole sviluppo del settore dei fondi immobiliari chiusi, attualmente aventi una rilevanza marginale all'interno dei mercati finanziari domestici, deve essere bilanciata e con-

(continua nota 59)

fondo su base annua; c) i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi i requisiti previsti dall'articolo 17 del presente regolamento; d) le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento. Il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo; e) l'intermediario finanziario di cui al comma 3, lettera b), non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente; f) la delibera dell'organo di amministrazione della SGR deve illustrare l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo". I fondi immobiliari, inoltre, "possono assumere prestiti sino a un valore del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento degli altri beni. Detti prestiti possono essere assunti anche al fine di effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il fondo, per tali operazioni intendendosi anche il mutamento della destinazione d'uso e il frazionamento dell'immobile" e, comunque, "possono assumere prestiti per i rimborsi anticipati delle quote, nei limiti indicati al comma 7 e comunque per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo".

temperata con quelle, parimenti meritevoli di tutela, dei singoli risparmiatori e dell'intero settore del risparmio gestito.

Occorre, infine, precisare che assumeranno una valenza fondamentale i comportamenti tenuti, a tale riguardo, dagli investitori istituzionali in sede di collocamento e di sottoscrizione degli strumenti finanziari in oggetto, nonché l'attento monitoraggio e controllo delle relative operazioni, effettuati a tale scopo dall'Autorità di vigilanza⁽⁶⁰⁾.

(60) Il Consiglio di Stato, chiamato ad esprimere al riguardo un parere obbligatorio e non vincolante, ha rinviato, in data 30 settembre 2002, il testo dell'allora emanando regolamento al Ministero dell'economia, risultando carente di informativa relativamente alle diverse opzioni interpretative ivi contenute in materia di mercato del risparmio gestito, unitamente all'esplicita richiesta di produrre i pareri espressi allo scopo dalla Consob e dalla Banca d'Italia. La sezione consultiva (n. 3425/02) per gli atti normativi dello stesso Consiglio di Stato ha espresso, successivamente, parere favorevole, con osservazioni, in merito allo schema di regolamento, recante modificazioni al precedente, adottato con decreto del Ministro del Tesoro, n. 228, in data 24 maggio 1999. Secondo i magistrati amministrativi, infatti, "Obiettivo precipuo del recente intervento normativo - rilevato anche da commentatori e studiosi - è quello di dare impulso, sul modello delle esperienze di altri Paesi soprattutto europei, al mercato dei fondi immobiliari, mantenendo il carattere chiuso degli stessi, ma introducendo elementi di flessibilità (dove la denominazione in gergo di fondi semi-chiusi, favoriti anche dai coevi interventi in tema di cartolarizzazione) su un duplice versante: in entrata, consentendo un frazionamento in più emissioni della sottoscrizione del fondo e la più ampia possibilità a chi abbia un patrimonio immobiliare di offrirlo al mercato; in uscita, fornendo al potere regolamentare del Ministro dell'Economia la possibilità di rendere più elastica, e perciò conveniente soprattutto per i piccoli risparmiatori (cosiddetti risparmiatori *retail*), l'uscita dal fondo mediante non solo la negoziazione della quota ma anche il rimborso anticipato della stessa. Le novità introdotte, peraltro, inducono a particolari cautele, soprattutto sotto il duplice, concorrente profilo della salvaguardia della qualità degli intermediari finanziari e della tutela dei risparmiatori; e i più attenti osservatori hanno sottolineato, con specifico riferimento al conferimento di beni e alle operazioni in conflitto di interesse, l'imprescindibile esigenza di assicurare efficaci meccanismi di valutazione dei beni, idonei ad evitare la dismissione di patrimoni immobiliari non convenienti, compromettendo così all'origine il rendimento e l'affidabilità sul mercato di uno strumento di investimento, quale è il fondo, rivolto al pubblico (...). "Sul piano sostanziale, va rilevato che la norma proposta, nel ribadire il divieto di operazioni in conflitto di interessi per i fondi aperti non armonizzati e per i fondi chiusi, con l'eccezione che si vedrà per i fondi chiusi immobiliari, propone anche per i fondi non armonizzati e per i fondi chiusi diversi da quelli immobiliari, una limitata deroga al divieto di operazioni in conflitto di interesse in relazione agli «strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione». Ed ancora "L'articolo 8, che introduce nel regolamento n. 228 l'articolo 12-bis, disciplina i fondi immobiliari, obbligatoriamente costituiti in forma chiusa. La norma, per opportune esigenze di certezza, definisce la percentuale di investimenti immobiliari perché il fondo possa definirsi tale. In altri termini, il regolamento "quantifica" la "prevalenza" degli investimenti in attività immobiliari di cui parla la legge n. 410 del 2001 in una percentuale pari ai due terzi (ridotta al 51 per cento nell'ipotesi di investimenti collegati a operazioni di cartolarizzazione) del valore complessivo del fondo. Tale previsione puntuale è necessaria, anche perché dalla qualificazione di fondo immobiliare chiuso discende un regime particolare anche in ordine ai profili tributari, con la conseguente necessità di avere parametri certi di riferimento in ordine all'individuazione del tipo di fondo. Dalla lettura del testo si evince che adeguata importanza è attribuita alla valutazione dei beni - sia con riferimento ai conferimenti in natura sia con riguardo alla generalità delle operazioni in conflitto di interesse - da effettuare con apposita relazione di stima elaborata da esperti indipendenti ai sensi dell'articolo 17 del regolamento n. 228 (vedi comma

(segue)

11. Descrizione delle prime operazioni di cartolarizzazione degli immobili pubblici - Con i decreti dirigenziali⁽⁶¹⁾ dell'Agenzia del demanio sono stati individuati i beni degli enti previdenziali oggetto dell'operazione (circa 26000 unità immobiliari e 389 edifici non residenziali), successivamente trasferiti, unitamente ai relativi canoni di locazione, alla società-veicolo denominata S.c.i.p. (Società per la cartolarizzazione degli immobili pubblici) s.r.l. (art. 1 d. m. 30 novembre 2001).

L'inclusione dei beni nel decreto produce il passaggio dei beni al patrimonio disponibile (art. 3, comma 1, l. n. 410/01).

Le quote della S.c.i.p. s.r.l. risultano intestate a due *trusts* di diritto olandese, i quali non hanno poteri dispositivi né sulla società veicolo, né sugli immobili dalla stessa posseduti, percependo soltanto una commissione simbolica per il loro servizio.

L'adozione di tale istituto, non ancora riconosciuto nel nostro ordinamento, si è resa necessaria al fine di evitare i problemi relativi all'unico quotista⁽⁶²⁾.

Gli immobili individuati costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti, a far data dalla pubblicazione del d. m. 30 novembre 2001 (G.U. 14 dicembre 2001, n. 290).

Una quota-parte del prezzo di cessione è stata corrisposta dalla S.c.i.p.

(continua nota 60)

3, lettera a) e comma 4, lettera c) del proposto articolo 12-bis). Sono, inoltre, posti limiti di ordine quantitativo, opportunamente anche in relazione alle singole operazioni. Non è stato, invece, accolto il suggerimento della Banca d'Italia volto a richiedere per le operazioni in conflitto di interesse la delibera unanime del consiglio di amministrazione della società e l'unanimità dei voti del collegio dei revisori. Non sembra, ad avviso anche della Sezione, che una siffatta modificazione delle regole civilistiche sull'assunzione delle delibere assembleari possa essere apportata in sede regolamentare senza alcun sostegno nel precepto primario. Si condivide, invece, la previsione, contenuta nello schema, di richiedere al riguardo il parere favorevole dell'organo di controllo, che assume pertanto la natura di parere conforme, senza il quale la delibera non può essere assunta".

Si veda l'articolo di E. Marchesini, *Fondi immobiliari, ok ai regolamenti*, in *Il Sole 24Ore* del 17 gennaio 2003.

(61) E precisamente: decreto 27 novembre 2001, prot. 32843 (Inps); decreto 27 novembre 2001 prot. 33215 (Ipsema); decreto 27 novembre 2001, prot. 33234 (Ipost); decreto 28 novembre 2001, prot. 33312 (Inail); decreto 28 novembre 2001, prot. 33691 (Enpals); decreto 30 novembre 2001, prot. 33780 (Inpdai, Ipsema, Inps, Ipost, Enpals, Inail, e Inpdap) concernente il programma straordinario di cessione di cui all'art. 7 del Decreto-legge 28 marzo 1997 n. 79, convertito in Legge 28 maggio 1997 n. 140 e successive integrazioni e modificazioni); decreto 30 novembre 2001, prot. 33801 (Inpdai); decreto 30 novembre 2001, prot. 33809 (Inpdap); decreto 30 novembre 2001, prot. 34120 (Ipost). R. Colagrande, *La dismissione del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2002, p. 242 ss.; G. Torelli, *Verso la riorganizzazione della gestione dei crediti d'imposta e contributivi: le società per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2002, p. 229 ss.

(62) Si veda l'articolo di I. Bufacchi, *La cartolarizzazione è trasparente*, in *Il Sole 24 Ore* del 30 maggio 2002.

s.r.l. direttamente al Ministero dell'economia e delle finanze, il quale ha provveduto al riparto, a titolo definitivo ed irripetibile, al momento dell'emissione dei titoli. Il residuo prezzo è pari alla differenza, se positiva, tra il ricavo netto delle vendite e quanto dovuto ai sottoscrittori dei titoli per capitale e interessi, detratti tutti gli ulteriori costi ed oneri connessi all'operazione (art. 3 d. m. 30 novembre 2001).

Tutte le operazioni di vendita e di gestione degli immobili restano affidate agli enti, in conseguenza del mandato ricevuto dalla S.c.i.p. s.r.l., i cui rapporti sono minuziosamente regolati dagli allegati 3 e 4 al d. m. 30 novembre 2001.

Gli enti stessi, agendo in veste di *servicers*, ricevono una commissione sulle vendite pari al due per cento del valore di alienazione. Il servizio di materiale riscossione dei pagamenti, invece, risulta affidato alla Tesoreria dello Stato.

Con il d. m. 18 dicembre 2001⁽⁶³⁾ è stata accelerata la dismissione dei suddetti immobili, il cui valore di mercato è stato stimato pari a 5 miliardi di euro. La S.c.i.p. ha emesso *asset-backed securities*, avvalendosi per il relativo collocamento dell'ausilio di quattro banche d'affari in veste di *arrangers* (*Banca Imi, Caboto-Intesa Bci, Lehman Brothers e Deutsche Bank* - quest'ultima in qualità di agente e coordinatore del consorzio di collocamento), per un ammontare di 2,3 miliardi di euro.

I titoli, i quali hanno ottenuto il massimo *rating* (AAA) dalle principali agenzie internazionali (*Moody's, Standard & Poors, Fitch-Ibca*), sono state suddivisi in due *tranches*.

La prima (serie 1 o A1 *notes*), dell'importo di un miliardo di euro, ha una durata stimata, in base al piano di rimborso, di 12 mesi (prorogabili al 31 dicembre 2005) ed un rendimento pari a 17 punti-base sopra l'*Euribor* trimestrale. La seconda (serie 2 o A2 *notes*), dell'importo di un miliardo e trecento milioni di euro, ha una durata stimata, in base al piano di rimborso, di 24 mesi (prorogabili al 31 dicembre 2005) ed un rendimento pari a 22 punti-base sopra l'*euribor* trimestrale. La San Paolo Fiduciaria s.p.a. ha assunto l'ufficio di rappresentante comune dei portatori dei titoli.

A garanzia del rimborso dell'emissione, sottoscritta da investitori istituzionali nazionali ed esteri, inoltre, sono stati creati un fondo di riserva (avente una dotazione pari a 200 milioni di euro) ed un fondo di liquidità (*plafond* pari a 100 milioni di euro), da azionare esclusivamente nel

(63) Anche tale decreto risulta constare di numerosi allegati (ben 9), regolanti i criteri di riparto del prezzo iniziale e di quello differito, le procedure per la vendita degli immobili commerciali e residenziali, gli elenchi delle dichiarazioni e degli obblighi da rilasciarsi da parte del Ministero dell'economia nei confronti degli enti previdenziali, le caratteristiche dei titoli, le commissioni da corrisponderci agli enti previdenziali e l'ordine di priorità dei pagamenti.

caso in cui le vendite immobiliari non dovessero procedere ai ritmi pre-stabiliti dal programma di dismissione.

Attraverso il decreto interministeriale economia-lavoro 15 marzo 2002⁽⁶⁴⁾, intitolato «Integrazioni interpretative dei decreti ministeriali 30 novembre 2001 e 18 dicembre 2001, disciplinanti l'operazione di cartolarizzazione degli immobili degli enti previdenziali», sono stati risolti alcuni dubbi interpretativi relativamente alla natura di beni immobili a carattere commerciale, facenti parte del piano straordinario di dismissioni di cui all'art. 7 del decreto-legge 28 marzo 1997, n. 79, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 maggio 1997, n. 140, nonché alla misura minima dei rialzi rispetto al prezzo-base contenuto nell'avviso d'asta⁽⁶⁵⁾.

In particolare, gli inquilini degli immobili non residenziali aventi diritto debbono conferire mandato collettivo ad un terzo che, non oltre sette giorni prima dell'asta, comunica l'intenzione di voler esercitare il diritto di opzione. Nel caso in cui l'incanto risulti deserto l'edificio viene automaticamente assegnato, al prezzo-base d'asta, agli inquilini. Qualora vengano presentate delle offerte, invece, questi ultimi hanno sessanta giorni di tempo per poter esercitare il diritto di opzione, versando un importo pari al prezzo di aggiudicazione.

Gli edifici inopati e non aggiudicati durante la prima fase sono stati accorpati e messi all'asta dal consorzio di collocamento G6 (costituito da *Pirelli & C. Real Estate, Romeo Gestioni, Andersen, Intesa Bci e Knight Frank*) ad un prezzo ribassato del 25 per cento rispetto a quello base. L'eventuale invenduto sarà proposto, dopo due turni, con un ulteriore ribasso del 10 per cento e, alla fine, con il meccanismo dell'offerta libera.

Il consorzio G6 ha, in ogni caso, organizzato le aste in modo che i pacchetti risultino appetibili agli investitori istituzionali e che vengano esauriti tra il primo ed il secondo turno.

In data 3 luglio 2002, infine, l'Istituto statistico europeo (*Eurostat*) ha

(64) Pubblicato sulla G.U. 25 marzo 2002, n. 71.

(65) Si veda, a tale proposito, anche il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 16 luglio 2002 intitolato "Integrazioni interpretative del decreto 18 dicembre 2001 disciplinanti l'operazione di cartolarizzazione degli immobili degli enti previdenziali", pubblicato sulla G.U. 24 luglio 2002, n. 172. Ulteriori modificazioni alle modalità di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico sono state apportate dal decreto del Ministero dell'economia e finanze del 18 luglio 2003, pubblicato sulla G.U. 17 settembre 2003, n. 216. Tra le novità più significative viene prevista la partecipazione alle procedure di aggiudicazione da parte della Patrimonio s.p.a., la quale assume il ruolo di supervisore nella valutazione di congruità delle offerte vincenti e nella composizione dei lotti di immobili invenduti da inserire in asta. In quest'ultimo caso la S.c.i.p. s.r.l. deve ottenere la preventiva approvazione da parte della Patrimonio s.p.a., riservandosi comunque la facoltà di non accettare le offerte ritenute non congrue e di non procedere all'aggiudicazione definitiva. La *ratio* del predetto d.m. consiste nell'evitare, mediante il meccanismo delle aste ad offerta libera, il rischio di svendere il patrimonio immobiliare degli enti pubblici previdenziali.

effettuato diversi rilievi critici relativamente all'operazione di cartolarizzazione immobiliare, stabilendo che:

- la presenza di garanzie statali a favore della SPV comporta che la stessa non può essere considerata come un ente esterno alla Pubblica Amministrazione. Il trasferimento degli *assets*, quindi, è stato incompleto e la riduzione del *deficit* consiste in una partita di giro. La SPV, pertanto, deve essere «riclassificata» all'interno della P.A. o, in alternativa, l'operazione deve essere registrata come un prestito implicito dalla società-veicolo allo Stato;
- se la *securitization* prevede, in aggiunta al pagamento iniziale, una clausola ulteriore in merito a futuri versamenti integrativi, si applica una procedura specifica.

Quest'ultima prevede, in particolare, che quando l'importo del prestito obbligazionario emesso dalla società-veicolo risulti inferiore a più del 15 per cento rispetto al valore di mercato (tecnica della c.d. *overcollateralization*), l'operazione deve essere assimilata ad un prestito della SPV allo Stato;

- il valore iniziale dell'operazione deve essere contabilizzato come l'ammontare della cifra effettivamente pagata dalla SPV. Nel caso di vendita di *assets* non finanziari, eventuali pagamenti addizionali potranno avere un impatto sul *deficit* e sul debito pubblico solo quando verranno effettivamente corrisposti allo Stato;

- le *securitization* di incassi futuri, non dipendenti da attività patrimoniali, devono sempre essere considerate come prestiti erogati allo Stato.

La decisione di *Eurostat*, giudicata finanziariamente poco sofisticata dagli operatori economici⁽⁶⁶⁾, crea paradossalmente un incentivo all'emissione di titoli con merito di credito inferiore e di più elevata scadenza⁽⁶⁷⁾.

(66) Cfr. I. Bufacchi, *Costa caro il "lifting" europeo*, in *Il Sole 24Ore* del 20 luglio 2002.

(67) Successivamente, in data 5 giugno 2003, l'Istituto statistico europeo ha proceduto ad un'accurata revisione dei propri parametri di riferimento. Si veda a tale proposito l'articolo di I. Bufacchi, *Cartolarizzazioni, c'è il sì Ue*, in *Il Sole 24Ore* del 6 giugno 2003, in cui si evidenzia che *Eurostat* "ha promosso questa sofisticata tecnica, assegnandole un posto di tutto rispetto nell'ampio ventaglio degli strumenti di finanza pubblica. Riconoscendo l'uso "virtuoso" delle cartolarizzazioni - come più volte affermato dal ministero dell'Economia italiano - che, oltre a correggere i conti pubblici, contribuiscono a "razionalizzare le proprietà immobiliari" e "migliorare il management pubblico" (...). Il trend adesso sta cambiando perché sono stati sperimentati "nuovi tipi di securitization" e "altri ancora saranno possibili". Le nuove frontiere riguarderanno sempre più le attività non finanziarie, come le proprietà immobiliari, le concessioni, i beni "intangibili" e anche le infrastrutture".

Le nuove regole di *Eurostat*, in sintesi, stabiliscono:

- l'indipendenza e l'autonomia della società veicolo dalla sfera governativa;
- le tipologie di *assets* cartolarizzabili: finanziari (crediti, finanziamenti, mutui) e non finanziari (immobili, concessioni, infrastrutture), purché gli stessi rappresentino una voce già iscritta al bilancio dello Stato (c.d. principio della *true sale* ed espresso divieto di procedere alla cartolarizzazione di flussi futuri);

(segue)

Tutto ciò ha comportato dei riflessi negativi, sotto forma di maggiori oneri finanziari, sulla successiva operazione di cartolarizzazione degli immobili pubblici (c.d. Scip-2).

Quest'ultima, svoltasi con modalità analoghe all'operazione precedente⁽⁶⁸⁾, ha avuto ad oggetto 62.500 unità immobiliari, appartenenti agli enti previdenziali e, in piccola parte, al Demanio.

Sono state emesse cinque *tranches* di titoli, per un controvalore di 6,637 miliardi di euro, aventi una *duration* variabile da 1,4 a 3,9 anni, ed un *rating* compreso tra i valori «A» e «AAA».

L'operazione, la più grande *securitization* del suo genere mai lanciata in Europa, ha comportato, rispetto alla precedente, un costo di raccolta aggiuntivo pari a circa 28 milioni di euro, causato dal maggior differenziale di rendimento offerto dai titoli (oscillante tra i 20 ed i 117 *basis-point* sopra l'*Euribor* trimestrale) e dalla più elevata *duration* degli stessi (compresa tra 1,4 e 3,9 anni)⁽⁶⁹⁾.

L'elevata richiesta da parte degli investitori istituzionali, equamente ripartita a metà tra la domanda interna e quella estera, ha decretato il completo successo del collocamento, tenuto conto delle difficili condizioni del mercato borsistico e del rallentamento congiunturale della crescita economica⁽⁷⁰⁾.

(continua nota 67)

- il trasferimento del rischio allo Spv ed al mercato in una misura pari ad almeno l'85 per cento del valore di mercato dei beni ceduti e titolarizzati;

- la valutazione obbligatoria del portafoglio ceduto da parte di un organismo indipendente non governativo, soprattutto quando non si è in grado di ricorrere al valore di mercato;

- la contabilizzazione nei conti pubblici degli incassi in eccesso (*deferred purchase price*) deve essere autorizzata a posteriori. Sono consentite le riaperture sullo stesso portafoglio (cartolarizzazioni *revolving*);

- l'uso delle garanzie statali, anche facendo ricorso all'utilizzo degli strumenti derivati, può ridurre il trasferimento del rischio e, conseguentemente, l'impatto benefico dell'operazione sui conti pubblici.

(68) Per il trasferimento dei beni e le relative modalità di vendita si rinvia ai decreti interministeriali economia-lavoro del 21 novembre 2002, nonché ai relativi allegati, pubblicati sulla G.U. 30 novembre 2002, n. 281.

(69) I. Bufacchi, *Mattone bond, via libera a prova di Ue*, in *Il Sole 24Ore* del 4 dicembre 2002 e *Scip-2 batte ogni record d'incasso*, in *Il Sole 24Ore* del 5 dicembre 2002.

(70) L'operazione ha ottenuto da *S.f.i. (Structured finance international)*, la più prestigiosa rivista internazionale nel settore della *securitization*, il premio *Deal of the year 2002*.

La rivista ha giudicato Scip-2 "una delle più grandiose cartolarizzazioni che il mercato abbia mai visto", assegnandole un ulteriore riconoscimento quale miglior operazione posta in essere da uno Stato sovrano. È la prima volta che la Repubblica Italiana ottiene tale risultato, il quale viene attribuito sulla base delle votazioni espresse al riguardo dai principali investitori istituzionali internazionali.

Si veda, a tale riguardo, l'articolo di I. Bufacchi, *Fitch: le cartolarizzazioni meglio del previsto*, in *Il Sole 24Ore* del 18 marzo 2003, «Lo Stato italiano non è soltanto uno dei più grandi sponsor

(segue)

(continua nota 70)

delle cartolarizzazioni su scala mondiale, con sette emissioni dal 1999 al 2002 per 22,647 miliardi di euro, ai quali si aggiunge "Inps 4" decollata ieri per 3,5 miliardi ed il debutto della Cassa depositi e prestiti per un importo analogo previsto in primavera. Al di là delle quantità da record, l'Italia ha raccolto ieri gli onori anche in merito alla qualità del suo operato. Uno dei principali attori del mercato delle cartolarizzazioni, l'agenzia di rating Fitch, ha giudicato "positivamente" il buon andamento delle operazioni finora realizzate dalla Repubblica Italiana con una performance che "in alcuni casi è stata migliore delle aspettative". In un rapporto pubblicato ieri, gli analisti di Fitch sostengono che le cartolarizzazioni dello Stato italiano hanno registrato un buon andamento e lasciano prevedere un "forte cash flow" a copertura del debito. I flussi di cassa generati dai portafogli ceduti dall'Italia sono stati "solidi", garantendo "adeguatamente" il servizio delle obbligazioni emesse, cioè il pagamento delle cedole e il rimborso degli interessi».