

## Dai crediti ai flussi di cassa: i cespiti cartolarizzabili nelle operazioni di finanza strutturata (prima parte)<sup>(\*)</sup>

di Marco Marianello

**Sommario:** 1. Premessa. - 2. Le variabili definitorie. - 3. La nozione di *securitization*. - 4. I rapporti ceduti in blocco ed i crediti futuri. - 5. Le caratteristiche comuni ad ogni operazione di *securitization*. - 6. La natura giuridica dei titoli emessi. - 7. Aspetti problematici della cartolarizzazione immobiliare: normativa di riferimento. - 8. La pubblicità immobiliare. - 9. La valutazione del grado di esigibilità dei crediti (*rating*). - 10. Le eventuali ipotesi di conflitto di interessi tra i soggetti partecipanti all'operazione. - 11. Descrizione delle prime operazioni di cartolarizzazione degli immobili pubblici.

1. **Premessa.** - Si tenta in questo saggio una prima analisi di alcune problematiche sorte in seguito all'emanazione della legge 23 novembre 2001, n. 410, tramite la quale 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.

Lo svolgimento dell'indagine sul complesso fenomeno, pur concernendo aspetti peculiari, ha richiesto, in prima istanza, un tentativo ricostruttivo di ordine definitorio, avente rilievo generale, sulle nozioni di *securitization*, di rapporti ceduti in blocco, di crediti futuri e sulla natura giuridica dei titoli emessi, attraverso le quali risulta più chiara l'individuazione delle caratteristiche funzionali e teleologiche comuni ad ogni tipologia di operazione.

2. **Le variabili definitorie.** - Le operazioni di cartolarizzazione (*securitization*)<sup>(1)</sup> si inseriscono nell'alveo del più ampio processo di internaziona-

(\*) La seconda parte dello scritto sarà pubblicata sul numero 1/2004 di questa *Rivista*.

(1) Sul punto cfr., in particolare, AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia: vantaggi per le banche e per il mercato finanziario, le tecniche e gli strumenti giuridici da adottare*, Roma, 1995; AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: caratteristiche tecniche, aspetti legali e fiscali e vantaggi per le banche e per le imprese*, Roma, 1999; AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999; P. Bontempi-G. Scagliarini, *La securitization*, Milano, 1999; E. Spano, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, (segue)

lizzazione e di *deregulation* dei mercati finanziari<sup>(2)</sup> e consistono in una complessa attività economica, finalizzata a favorire la migliore allocazione delle risorse nel contesto di un'economia globalizzata, nonché il contestuale reperimento di liquidità tramite lo smobilizzo di attivi e la relativa emissione di titoli.

L'attuale sviluppo su scala planetaria dei mercati finanziari, fondato prevalentemente attraverso regole autonome di derivazione pattizia - archetipo dei modelli di *soft-law* -, viene considerato da alcuni autori come un aspetto prodromico alla rinascita dell'originaria *lex mercatoria*<sup>(3)</sup>.

La prima normativa nazionale in materia, in realtà, è rappresentata dagli articoli 13 e 15 della legge 23 dicembre 1998, n. 448, relativi alla cessione ed alla cartolarizzazione dei crediti appartenenti all'INPS.

Soltanto mediante la legge 30 aprile 1999, n. 130, tuttavia, è stata in-

(continua nota 1)

in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 436 ss.; S. Vitale, *Il regime giuridico delle operazioni internazionali di securitization*, Padova, 1999; AA.VV., *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, p. 997 ss.; F. Modulo-C. Zaccagnini, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, p. 73 ss.; G. Artale-A. Pampana-C. Rajola, *Guida alla securitization: i vantaggi, gli strumenti e gli adempimenti della nuova legge*, Roma, 2000; M. Damilano, *La securitisation dei crediti*, Torino, 2000; A. Veronelli, *Contributo allo studio della cartolarizzazione dei crediti*, Brescia, 2000; P. Ferro-Luzzi, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 2001, p. 24 ss.; P. Schlesinger, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 265 ss.; C. Rucellai, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999 n. 130*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 392 ss.; M. Granieri, *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, in *Riv. dir. impr.*, 2001, p. 11 ss.; C. Porzio-L. Spotorno-S. Zorzoli-G. Fauceglia, *Securitization e crediti in sofferenza*, Roma, 2001; G. Rumi, *Securitisation*, Milano, 2001; D. Galletti-G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002; G. Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002; L. Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002; AA.VV., *Cartolarizzazione: aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di G. Morbidelli, Torino, 2002; V. Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione: profili generali*, Padova, 2003; D. Valentino, *Le cessioni dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Napoli, 2003.

Secondo J. Deacon, in *Securitisation: principles, markets and terms*, Hong Kong, 1998, il concetto di cartolarizzazione individua «every such process which converts a financial relation into a transaction» espressione di quel processo «of converting future cash flows arising from underlying assets of receivables due to the originator....., thus enabling the originator to raise asset backed finance through a loan or an issue of debt securities which is limited recourse in nature to the credit of the receivables rather than that of the originator as a whole».

Si veda anche J.H.P. Kravitt, *Securitisation of financial assets*, Aspen publishers, 1997.

(2) S. Cassese, *La crisi dello Stato*, Bari, 2002.

Per F. Addis, *Fonti legali della proprietà privata e decentramento normativo*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1994, p. 18, «l'idea stessa di «crisi», spesso niente più che un vuoto luogo comune, rappresenta generalmente il riflesso della inadeguatezza degli strumenti concettuali, incapaci di leggere e spiegare la complessa fenomenologia del divenire giuridico».

(3) Secondo F. Galgano, *Lex mercatoria*, Bologna, 1993, p. 219 ss., deve intendersi, con questa espressione «il diritto creato dal ceto imprenditoriale, senza la mediazione del potere legislativo degli Stati, e formato da regole destinate a disciplinare in modo uniforme, al di là delle unità politiche degli Stati, i rapporti commerciali che si instaurano entro l'unità economica dei mercati».

trodotta nel nostro ordinamento una regolamentazione per «principi»<sup>(4)</sup> della suddetta materia, ben conosciuta nei paesi anglosassoni ed in essi dapprima recepita a livello di prassi negoziale, senza fare ricorso a definizioni teoriche o complesse ricostruzioni concettuali.

La *securitization*, infatti, si sviluppò negli U.S.A. verso la fine degli anni settanta e venne utilizzata nel settore del credito fondiario, allo scopo di mobilitare i mutui edilizi e di ottenere una sostanziale anticipazione dei pagamenti tramite l'emissione di appositi titoli (MBS - *Mortgage Backed Securities*)<sup>(5)</sup>.

La normativa nazionale risulta influenzata da tali referenti di ordine storico e culturale<sup>(6)</sup>, anche se nei sistemi di *common law* il principio della libertà contrattuale, nonché il relativo sistema di garanzie, assume una valenza diversa rispetto agli ordinamenti di *civil law*. In base al diritto inglese, infatti, nessuna parte ha il precipuo dovere di svelare informazioni all'altra durante la fase delle trattative contrattuali. Il silenzio, di conseguenza, non legittima solitamente l'azione in giudizio neanche qualora la parte reticente risulti consapevole che l'altra parte non avrebbe prestato il proprio consenso qualora non fosse stata resa edotta della reale situazione. Si applica tuttora il principio che, in osservanza dell'antica regola del *caveat emptor*, nelle pattuizioni tra privati l'ordinamento debba apprestare la propria tutela al contraente più abile, costituendo il predetto *duty of disclosure* un'eccezione al suddetto principio.

A fronte di tale disciplina l'attenzione dei commentatori si è prevalentemente incentrata sulla titolarizzazione dei crediti<sup>(7)</sup> e ciò in ragione sia

(4) Per M. Granieri-A. Renda, *Introduzione. La securitization tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, cit., p. 6, «Anche là dove la regola del *caveat emptor* presiede all'organizzazione del sistema, il mercato del capitale è interessato da discipline che assicurano la massima disclosure of information e sanzionano gli operatori per le informazioni misleading o per le omissioni».

(5) Si veda a tale proposito E. Frankel, *Securitization of loans, asset-backed securities and structured financing*, Irving publishing, 1997, p. 215 ss.

(6) Per E. Andreoli, *Lo smobilizzo di un portafoglio di crediti presenti e futuri quale mezzo di autofinanziamento delle imprese italiane sul mercato dei capitali (prime note in merito all'operazione di "securitisation")*, in *Quadrimestre*, 1993, p. 47 ss., «Il giurista nazionale è infatti chiamato ad applicare modelli giuridici che circolano in ordinamenti diversi. A tal fine, egli deve interpretare le motivazioni economiche che sottendono a innovative operazioni finanziarie in cui tali modelli si inseriscono e adeguare al nostro ordinamento gli strumenti giuridici applicati dal legale straniero. In tale compito il giurista è assistito e guidato dalla spinta innovativa dell'imprenditore nazionale, volto a ricercare sempre nuovi meccanismi di finanziamento a costi competitivi, in alternativa od in aggiunta a quelli usualmente offerti nell'ambito del sistema bancario o parabancario (*factoring, leasing, forfaiting*). Questo movimento ha fatto sì che nuovi tipi contrattuali abbiano timidamente iniziato ad affermarsi anche nella tradizioni di *civil law*».

(7) Secondo S. Carfizzi, *La securitization: un approccio operativo*, in *Rass. econ.*, 1993, p. 686, la  
(segue)

dell'esegesi del testo normativo che delle concrete modalità operative con cui sono state realizzate diverse operazioni.

Tuttavia, se assunta in termini troppo rigidi, questa prospettiva rischia di limitare la comprensione della maggiore complessità delle operazioni di cartolarizzazione che, anche sullo stesso piano normativo, si dimostrano varie e recettive di molteplici istanze provenienti dal mondo economico.

A tale stregua sembra, quindi, proficuo acquisire un angolo di osservazione più ampio, che consenta di mettere a nudo il tratto fondante le operazioni di cartolarizzazione: l'analisi dei flussi di cassa (*cash-flow modeling*) generati durante l'esercizio della propria attività istituzionale da parte del soggetto cedente (*originator*)<sup>(8)</sup>.

La frammentarietà del complesso fenomeno dal punto di vista economico, in cui coesistono molteplici operazioni funzionalmente e strutturalmente differenti, si riflette inevitabilmente sulle modalità della ricezione positiva.

Sembra perciò che il più sicuro criterio di orientamento nella predetta e complessa disciplina - una «sineddoche finanziaria» secondo taluno<sup>(9)</sup> - consista proprio nel conoscere il modo in cui i flussi di cassa vengono generati ed impiegati.

La comprensione dell'aspetto economico dell'operazione di finanza strutturata, infatti, potrebbe favorire anche il tentativo dogmatico di addivenire ad una ricostruzione unitaria della medesima dal punto di vista giuridico<sup>(10)</sup>: e qui, stando alle realizzazioni del legislatore nazionale in

(continua nota 7)

cartolarizzazione «si sostanzia nella conversione di crediti di qualsiasi genere in strumenti cartolari e, più propriamente, in titoli di debito negoziabili e, quindi, liquidabili sul mercato secondario».

Per G. Rumi, *Securitisation in Italia. La legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, I, 2000, p. 440, «nel modello accolto dalla legge n. 130 del 30 aprile 1999, le operazioni sono strutturate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, presenti o futuri, ad una società di capitali il cui oggetto esclusivo consiste nell'espletamento di una o più cartolarizzazioni, ovvero nella conversione dei crediti in titoli; le somme corrisposte dai debitori sono successivamente destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi sul mercato dalla società per la cartolarizzazione».

(8) Secondo A. Steinherr, *The new european financial marketplace*, London-New York, 1992, p. 165 ss., i fattori fondamentali che favoriscono lo sviluppo dei mercati finanziari consistono in: «a) the trends towards securitization associated with the growing role of capital markets to the detriment of credit markets; b) the increasing importance of off-balance sheet activities banks; c) the global integration and internationalisation of financial markets».

(9) A. Frignani, *La securitization come strumento di smobilizzo dei crediti di massa*, in *Foro it.*, 1995, V, c. 295, «È subito evidente che si tratta di una operazione complessa, con la presenza di vari soggetti, vari contratti ed innumerevoli varianti, di cui la securitization non rappresenta che un momento del tutto: una vera e propria "sineddoche" finanziaria».

(10) C. Tripp, *Securitisation: a beginners' guide-part two*, in *Finance law focus*, 1997, osserva che «Somewhere in the world almost anything you can think of which can generate cash flow has be securi-

(segue)

materia, deve prendersi atto che la legge 30 aprile 1999, n. 130, assurge al ruolo di referente normativo principale di un microsistema di leggi speciali (art. 22, comma 11, legge 23 novembre 2001, n. 409; art. 2, comma 7, legge 23 novembre 2001, n. 410).

I primi tentativi in tale direzione sono stati intrapresi dagli operatori finanziari i quali, durante il periodo antecedente l'entrata in vigore della legge n. 130/99, enucleavano i principi ispiratori nell'ambito dell'esperienza comparatistica e della concreta prassi negoziale.

Secondo la nozione fornita dall'Associazione Bancaria Italiana (A.B.I.) «La securitization è una tecnica finanziaria mediante la quale i flussi di cassa derivanti da impieghi creditizi vengono selezionati ed aggregati al fine di costituire supporto finanziario e garanzia ai titoli rappresentativi di tali crediti, collocati nel mercato dei capitali<sup>(11)</sup>».

Da ciò consegue che quasi tutte le attività esistenti, a fronte delle quali sorge un diritto, possono costituire oggetto di cartolarizzazione.

Le molteplici e successive definizioni enunciate in letteratura sono state indubbiamente influenzate dagli sviluppi operativi posteriori all'entrata in vigore della legge n. 130/99, focalizzando prevalentemente l'analisi sul profilo della cessione onerosa in blocco di crediti, presenti e/o futuri, e la loro successiva trasformazione in titoli negoziabili.

Risulta indicativo, a tale riguardo, il provvedimento emanato dalla Banca d'Italia in data 29 marzo 2000<sup>(12)</sup>, in cui si stabilisce che i crediti ceduti, i titoli emessi, i relativi interessi passivi e le altre operazioni compiute dalla società cessionaria (*Special Purpose Vehicle* o SPV) nell'ambito del procedimento di cartolarizzazione non devono essere indicate né nel conto economico né nello stato patrimoniale della società veicolo, formando oggetto di rilevazione contabile in appositi allegati alla nota integrativa.

I suddetti allegati, inoltre, debbono contenere tutti i dati di carattere

(continua nota 10)

tised (...). It is impossible to overemphasise the variety of assets that can and are being securitised around the world. If you can imagine an asset that produce a cash flow, or can be made to produce a cash flow, it's probably supporting an asset-backed security».

Si veda a tale riguardo Z. Shaw, *Introduction and the issuer's perspective*, in AA.VV., *Practical introduction to securitization*, Euromoney publications, 1996, p. 16 ss.

Per M. Granieri-A. Renda, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia* (a cura di R. Pardolesi), *op.cit.*, p. 8, «non esiste storicamente e statisticamente un solo tipo di securitization, anzi quasi ogni operazione di cartolarizzazione può dirsi fare storia a sé».

(11) Tale definizione ricalca pedissequamente quella fornita da J. Barmat, *Securitization an Overview*, in *The handbook of asset-backed securities*, New York institute of finance, 1990.

(12) Denominato «Schemi di bilancio delle società per la cartolarizzazione dei crediti» e pubblicato sulla G.U. 3 aprile 2000, n. 78.

qualitativo e quantitativo necessari per una rappresentazione chiara e completa di ciascuna operazione<sup>(13)</sup>.

Da tali elementi ritengo debba dedursi che i crediti ceduti non appartengano al patrimonio dello SPV, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2740 c.c.<sup>(14)</sup>.

Quest'ultima considerazione risulta confermata dall'indirizzo ermeneutico adottato dall'amministrazione tributaria.

Secondo l'Agenzia delle entrate (risoluzione del 26 febbraio 2002, n. 54/E), infatti, né le disposizioni contenute nella legge n. 130/99, né il provvedimento emanato dall'Autorità di vigilanza esimono la società veicolo dall'annotazione delle operazioni all'interno delle scritture contabili obbligatorie, previste dall'art. 14 del D.P.R. n. 600/73.

Le predette operazioni, tuttavia, pur essendo registrate sul libro giorna-

(13) La Banca d'Italia ha fornito, nel Bollettino di vigilanza n. 7/2001, p. 10, ulteriori chiarimenti e precisazioni in merito alle operazioni di cartolarizzazione, precisando che «le banche forniranno nella parte B della nota integrativa, in una nuova sezione 11.8 "operazioni di cartolarizzazione» da istituire per l'occorrenza, un'adeguata e completa informativa sulle strategie sottostanti all'operatività in cartolarizzazione nonché sui rischi, sulle relative procedure di monitoraggio e sui risultati economici connessi con le posizioni (in bilancio e "fuori bilancio") in essere verso le cartolarizzazioni. Tale informativa riguarderà in particolare: a. la distinzione tra posizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione proprie e di terzi; b. la tipologia di strumenti finanziari detenuti (titoli senior, mezzanine, junior, ecc.); l'ammontare complessivo delle attività cartolarizzate, alla data di bilancio, sottostanti ai titoli junior, distinguendo per tipologia di attività (mutui ipotecari residenziali, leasing, carte di credito, titoli, ecc.) e per "qualità" (sofferenze, incagli, altre attività cedute dalla banca - attività proprie - e cedute da terzi); c. per i titoli senior e mezzanine i relativi importi distinti per tipologia (mutui ipotecari residenziali, leasing, carte di credito, titoli, ecc.) e "qualità" (sofferenze, incagli, altre attività) del portafoglio sottostante alla data di cartolarizzazione; d. le eventuali rettifiche di valore registrate sulle posizioni in essere verso le cartolarizzazioni; e. le eventuali interessenze in società veicolo; f. l'illustrazione dell'attività di servicer e di arranger. In aggiunta a queste informazioni, le banche originator dovranno anche illustrare - nel bilancio relativo all'esercizio in cui viene realizzata l'operazione di cartolarizzazione - gli obiettivi e le modalità organizzative di ciascuna operazione, indicando anche il prezzo di cessione delle attività cartolarizzate, l'ammontare (al lordo e al netto delle preesistenti svalutazioni) delle medesime attività cartolarizzate e le relative tipologia e "qualità", l'esistenza di garanzie, la distribuzione per aree territoriali e per settori di attività economica dei debitori ceduti».

(14) Si veda anche C. Rucellai, *op. cit.*, p. 397 ss.

M. Bessone, *Cartolarizzazione dei crediti. "Soggetti", disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002, p. 9, "la società veicolo potrà assumere la forma giuridica di (...) società per azioni oppure invece accomandita per azioni o infine società a responsabilità limitata. Sarà comunque per così dire *capital free* per le società di cartolarizzazione, essendo espressamente escluso un particolare requisito di capitalizzazione. E la distinzione tra patrimonio della società veicolo e massa patrimoniale "separata" e "segregata" di ogni singola cartolarizzazione avrà evidenza contabile nei documenti di bilancio e nella nota integrativa".

Secondo R. Salvatori-G. Luschi, *Prime riflessioni in merito alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fisco*, 1999, p. 10651, "L'operazione di securitization si caratterizza non tanto per la cessione dei crediti dietro corrispettivo, quanto per la creazione di una struttura giuridica finalizzata a "segregare" un complesso di crediti - che producono flussi di cassa pluriennali - a garanzia dei titoli emessi e negoziabili sul mercato finanziario".

le dello SPV, sono rappresentate in bilancio nei conti d'ordine e non danno luogo a redditi tassabili né a minusvalenze deducibili.

La Direzione generale delle entrate della Lombardia, invece, in un parere (prot. del 24 novembre 2002, n. 81382/2002) rilasciato in seguito ad un'istanza di interpello ritiene che, dal prospetto informativo redatto a corredo dell'offerta dei titoli, debba risultare l'indicazione degli utili previsti dall'operazione ed il relativo percettore (art. 2, comma 2, lett. h), l. n. 130/99).

I medesimi utili, qualora permangano nella disponibilità giuridica della società veicolo, saranno ritenuti soggetti ad imposizione.

La sopra citata soluzione interpretativa appare privilegiare un'impostazione formalistica della questione, ignorando il fatto che lo SPV costituisce, dal punto di vista ontologico, un soggetto senza impresa, appositamente creato allo scopo di procedere alla segregazione della massa degli *assets* ed alla separazione patrimoniale degli stessi<sup>(15)</sup>.

Tutto ciò risulta strumentale alla destinazione esclusiva delle somme percepite dal cessionario al soddisfacimento delle finalità elencate nell'art. 1, comma 1, lett. b), della legge n. 130/99, ovvero ad un'attività imprenditoriale priva di rilevanza reddituale<sup>(16)</sup>.

Le suddette argomentazioni hanno trovato puntuale riscontro nella circolare dell'Agenzia delle entrate del 6 febbraio 2003, n. 8/E, secondo la

(15) Il provvedimento della Banca d'Italia del 23 agosto 2000, denominato "Disposizioni per le società di cartolarizzazione", stabilisce, nell'allegato 1, che "Al fine di evitare confusioni tra i patrimoni delle singole operazioni di cartolarizzazione tra loro e con i beni della società veicolo è necessario che le somme di denaro relative alle operazioni siano depositate in appositi conti, sottorubricati o distinti per ciascuna operazione di cartolarizzazione. Le società veicolo, inoltre, avranno cura di tenere evidenze contabili, anche in forma elettronica, nelle quali sono annotate le operazioni effettuate, distinte per ciascuna operazione di cartolarizzazione. Tali evidenze, da aggiornare in via continuativa, sono strutturate in modo da consentire di: - ricostruire in qualsiasi momento con certezza il complesso delle operazioni poste in essere relativamente a ciascuna operazione di cartolarizzazione; - dare concreta attuazione alle disposizioni in materia di separazione patrimoniale, assicurando la distinzione dei patrimoni delle singole operazioni di cartolarizzazione tra loro e da quelli della società". "A tal fine, assumono rilevanza i flussi informativi che le società per la cartolarizzazione attivano con i soggetti coinvolti a vario titolo nell'operazione".

(16) Secondo F. Callegaro, *Securitization, tasse solo sui redditi residui*, in *Il Sole 24Ore* del 16 gennaio 2003, "Appare quindi lecito ritenere che il parere, rilasciato dalla Direzione Regionale delle Entrate, possa intendersi come un riconoscimento della sussistenza dell'obbligo di presentare la dichiarazione fiscale limitatamente a quei soli redditi afferenti l'operazione di cartolarizzazione i quali, per effetto di legge ovvero per accadimenti interessanti l'evoluzione dell'operazione di cartolarizzazione, non vengano più ad assumere quei connotati di separazione assoluta che comportano inoltre, per la Spv, la relativa indisponibilità giuridica (separazione che appare ad avviso di chi scrive costituire uno dei principali elementi, se non il fondamentale, che concorre a determinare l'indisponibilità giuridica del "patrimonio segregato" nei termini richiamati dalla Direzione Regionale delle Entrate), rendendo di conseguenza la Spv soggetto diretto percipiente i redditi derivanti dall'operazione".

quale i risultati economici derivanti dalla gestione del patrimonio cartolarizzato non entrano nella disponibilità della società veicolo, dal momento che il relativo vincolo di destinazione del patrimonio segregato esclude a priori un profilo di attribuzione del reddito, rilevante ai fini tributari.

L'art. 6 della legge n. 130/99, infatti, non dispone espressamente in merito al regime fiscale applicabile. Dal dettato normativo, tuttavia, si evince *a fortiori* il profilo di neutralità fiscale delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti poste in essere dallo SPV, dal momento che il patrimonio di destinazione risulta vincolato esclusivamente per il soddisfacimento dei portatori dei titoli, sui quali viene trasferito il relativo rischio di insolvenza (c.d. effetto *off-balance sheet*).

Soltanto in seguito all'avvenuto rimborso dei titoli emessi ed al pagamento dei relativi interessi, nonché di tutte le spese connesse e/o conseguenti alla *securitization*, la società veicolo potrebbe entrare in possesso dell'eventuale residuo attivo di gestione, qualora tale eventualità risulti contrattualmente stabilita, con conseguente assoggettamento ad imposizione dello stesso<sup>(17)</sup>.

In realtà, le operazioni suddette possono realizzarsi anche attraverso differenti modalità, potendo rispondere ad una pluralità di intenti (art. 7, l. n. 130/99).

Lo schema giuridico principale, adottato *in subiecta materia* dal legislatore nazionale, consiste nella cessione onerosa in blocco di crediti da uno o più *originators* ad una società veicolo, la quale provvede contestualmente, al fine di reperire la provvista necessaria per il pagamento del relativo prezzo di cessione, all'emissione di strumenti finanziari da collocare sul mercato dei capitali.

Le modalità della cessione (generalmente *pro-soluto*) ed il conseguente trattamento fuori bilancio dei crediti iscritti nelle poste attive del cedente

(17) Per i profili tributari si vedano R. Lupi, *Profili fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Rass. trib.*, 2000, p. 386 ss.; F. Dezzani, *Securitization: il bilancio della "società veicolo"*, in *Consulente dell'impresa commerciale industriale*, 2002, p. 949 ss.; C. Navone, *I profili fiscali della securitization*, in *Rass. trib.*, 2002, p. 22 ss.

Per R. Parisotto, "Esentasse" le cartolarizzazioni, in *Il Sole 24Ore* del 7 febbraio 2003, "Le operazioni di cartolarizzazione sono dunque caratterizzate -nel durante- da una serie continua di flussi finanziari: - flussi attivi del patrimonio separato, costituiti dagli incassi derivanti dai crediti cartolarizzati e dai proventi derivanti dall'investimento temporaneo della liquidità;

- flussi passivi, costituiti dal pagamento dei costi dell'operazione e dal versamento delle cedole e del rimborso del capitale. I flussi attivi costituiscono un'unica entità che, in base alle disposizioni della legge 130/1999, può essere utilizzata esclusivamente per il pagamento dei flussi passivi, ragione per cui è preclusa alla società-veicolo ogni diversa destinazione delle somme sino al completamento dell'operazione. Ne deriva che nel corso dell'operazione la Spv non ha in alcun modo la disponibilità né giuridica né fiscale di tali flussi attivi e solo a conclusione, una volta soddisfatti tutti i creditori, l'eventuale eccedenza potrà entrare nella sua disponibilità se così stabilito negozialmente (vedi prospetto informativo). Tutto ciò trova coerente esposizione ai fini di bilancio nei termini previsti dalla Banca d'Italia".



(c.d. effetto *off-balance sheet*), la segregazione degli *assets* ceduti e la natura di patrimonio separato dei beni appartenenti allo SPV, la precipua caratteristica dei titoli emessi di essere ad esigibilità limitata (c.d. *limited recourse*), inducono a ritenere che il modello principale tenuto in considerazione dal legislatore sia rappresentato dai sistemi di *trust law*<sup>(18)</sup>.

L'art. 7, comma 2, lett. a), invece, estende l'ambito di applicazione della legge anche ad operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento, concesso dalla società emittente ad un altro soggetto.

In tale fattispecie i crediti di cui dispone il beneficiario restano nella sua esclusiva titolarità e la restituzione del finanziamento viene subordinata al pagamento dei crediti da parte dei debitori principali sulla falsariga del modello di *participation*, in cui il flusso di cassa dal veicolo al soggetto finanziato integra gli estremi di un accordo di provvista.

L'art. 7, comma 2, lett. b), infine, si ispira espressamente al modello franco-ispánico, ovvero alla cessione dei crediti ad un fondo comune, gestito da una società appositamente creata ed incaricata di provvedere all'emissione di titoli partecipativi. I flussi finanziari derivanti dalla sottoscrizione delle quote del fondo, al netto delle relative commissioni, vengono trasferiti dalla società di gestione all'*originator*.

L'eterogeneità dei modelli organizzativi sopra descritti rende assai difficoltoso procedere ad una qualificazione, dal punto di vista causale, delle operazioni di titolarizzazione.

Una parte della dottrina ritiene che le suddette operazioni, pur svolgendosi attraverso una complessa sequenza procedimentale ed intercorrendo tra una pluralità di soggetti, configurino un unico tipo negoziale avente una prevalente funzione di scambio.

Nella *securitization* si verificherebbe, secondo tale impostazione, una perfetta coincidenza tra la funzione economica e quella giuridica<sup>(19)</sup>.

(18) E. Andreoli, *op. ult. cit.*, p. 49, nota 10, "Nel sistema anglosassone il successivo trasferimento dell'alea contrattuale, inerente al portafoglio di crediti oggetto di smobilizzo, dal veicolo finanziario agli investitori sottoscrittori delle *notes*, è conseguito tramite il ricorso al *trust*. Il *trustee* viene nominato appositamente per gestire i diversi rapporti giuridici originati, per il tramite del veicolo finanziario, tra la società e gli investitori secondo diverse modalità e tipologie. In ultima analisi il ruolo principale del *trustee* è quello di detenere la proprietà dell'intero portafoglio di crediti (il cui rimborso è utilizzato per il pagamento delle *notes* o per il rimborso del finanziamento) senza quindi dover ripartire la titolarità dei crediti tra la moltitudine degli investitori".

(19) Per G. Scagliarini, *op. cit.*, p. 70 ss., "Nella *securitization* esiste certamente una causa di scambio che si realizza nell'ambito del rapporto tra *originator* e *special purpose vehicle*. A questa si aggiunge il pagamento del prezzo della cessione attraverso l'emissione ed il collocamento dei titoli rappresentativi dei crediti ceduti, attività queste che non possono essere definite di finanziamento in senso stretto, in quanto non comportano l'erogazione di alcunché né a favore del cedente né a

(segue)

La pluralità di partecipanti all'operazione e l'esistenza di distinti rapporti, ciascuno caratterizzato da uno specifico profilo funzionale, costituiscono, secondo una tesi contraria, un indice rivelatore dell'esistenza di una molteplicità di rapporti negoziali<sup>(20)</sup>.

Ne consegue che la necessaria unità economica dell'operazione, pertanto, può essere concretamente realizzata, sotto il profilo giuridico, soltanto mediante un'attività di collegamento negoziale, intercorrente tra le pattuizioni sottese al raggiungimento dell'obiettivo prefissatosi dai relativi partecipanti<sup>(21)</sup>.

Altri autori, traendo degli argomenti di riflessione dall'ampio processo di mobilitazione e di disintermediazione della ricchezza cui si accennava in precedenza<sup>(22)</sup>, preferiscono spostare l'oggetto dell'indagine prevalente-

(continua nota 19)

favore del cessionario o dell'emittente (...). Tra le due attività (quella traslativa di uno o più crediti e quella consistente nella prestazione di un servizio di investimento) esiste un'intima connessione data dalla stretta interdipendenza che lega fra loro le varie fasi dell'operazione: così la cessione dei crediti non può restare fine a se stessa in quanto il cedente riceverà l'intero corrispettivo pattuito solo all'esito dell'emissione e del collocamento dei titoli incorporanti i crediti ceduti. È poi evidente che il cedente non si propone solo di liberarsi della disponibilità di una serie di crediti, ma di regola si adopera anche per la corretta gestione di questi crediti (attraverso il servizio di *servicing*), al fine di garantirne il pagamento per il buon fine dell'intera operazione. A sua volta il cessionario acquista i crediti non semplicemente per ottenerne il pagamento dai debitori ceduti, ma anzitutto per incorporare tali crediti in titoli da collocare presso il pubblico degli investitori, al fine di ricavare quanto necessario per il pagamento del corrispettivo della cessione. Inoltre il cessionario mirerà certamente a lucrare la differenza tra il prezzo pattuito per l'acquisto dei crediti ed il prezzo del collocamento dei titoli incorporanti i crediti ceduti, ma avrà allo stesso tempo tutto l'interesse a far sì che i crediti siano correttamente gestiti per garantire il pagamento degli investitori attraverso i denari incassati dai debitori ceduti. Da ultimo anche i sottoscrittori dei titoli così emessi avranno presente la necessità che i debitori ceduti adempiano le loro obbligazioni, in quanto dalla solvibilità di questi ultimi dipenderà il rendimento dei titoli acquistati e proprio mediante i pagamenti eseguiti dai debitori ceduti otterranno il pagamento degli interessi ed il rimborso del capitale investito. Possiamo quindi concludere che la securitization è un contratto plurilaterale in quanto vede la partecipazione necessaria di almeno tre soggetti (l'originator, lo special purpose vehicle e gli investitori finali) i quali sono accomunati da uno scopo comune, rappresentato dall'interesse alla corretta gestione dei crediti ceduti ed il corretto adempimento delle obbligazioni trasferite, elementi questi che garantiranno il buon esito dell'intera operazione".

(20) Secondo G. L. Rabitti, *Project finance e collegamento contrattuale*, in *Trattato* diretto da F. Galgano, 1997, p. 198, si configura "una fattispecie di collegamento che esprime una funzione ulteriore rispetto alla causa propria dei singoli contratti".

Si veda anche, *ex plurimis*, C. Rucellai, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 411 ss.

(21) E. Andreoli, *op. ult. cit.*, p. 50, "Nei suoi tratti essenziali l'operazione prevede la stipula di contratti tra loro strutturalmente collegati, e contraddistinti anche sotto il profilo prettamente economico dell'operazione, da un medesimo indirizzo unitario" (...) "sotto il profilo della raccolta di capitali da parte del veicolo finanziario, l'operazione si caratterizza per il collegamento che sussiste tra il contratto di cessione dei crediti (o di finanziamento) concluso tra l'impresa cedente ed il veicolo finanziario da un lato e, dall'altro, i negozi necessari al veicolo finanziario per raccogliere i fondi".

(22) A. Ceccatelli, *Presentazione*, in *Lo sviluppo della Securitization in Italia*, Roma, 1995, p. 7.

mente sull'aspetto economico, e sulla natura neutra, anche dal punto di vista causale, dell'intera fattispecie<sup>(23)</sup>.

Da quest'ultima considerazione, volta a porre in rilievo i preminenti assetti economico-finanziari dell'intera operazione, potrebbe scaturire un parallelismo funzionale tra le operazioni di cartolarizzazione ed i modelli organizzativi realizzati in tema di contratti associativi, laddove è stato pienamente superato, dalla maggioranza della dottrina e della giurisprudenza di legittimità, il criterio distintivo causale, pervenendosi all'accettazione di un profilo istituzionale sostanzialmente neutro<sup>(24)</sup>.

**3. La nozione di *securitization*.** - Sulla scorta delle argomentazioni sin qui riportate e tenendo in debito conto i dati raccolti dall'osservazione della complessa realtà fenomenica, ritengo plausibile procedere ad un tentativo definitorio unitario delle operazioni di *securitization*.

La cartolarizzazione costituisce un'operazione soggettivamente ed oggettivamente complessa (art. 1, l. n. 130/99), caratterizzata da finalità economiche e giuridiche unitarie, risultanti dal collegamento di una pluralità di negozi giuridici, volta allo smobilizzo e/o al realizzo di *assets* patrimoniali preferibilmente omogenei<sup>(25)</sup>, costituenti beni (presenti e/o futuri, materiali e/o immateriali, mobili e/o immobili)<sup>(26)</sup>, nonché la loro successiva trasformazione in strumenti finanziari da collocare sul mercato.

L'omogeneità degli *assets*, pur non essendo una caratteristica indefettibile dell'operazione, facilita la gestione cumulativa degli stessi e consente la realizzazione di economie di scala, unitamente alla possibilità di riparti-

(23) Per F. Maimeri, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 239, "La regolamentazione dell'operazione deve rappresentare uno strumento neutro, da utilizzare a prescindere dalla tipologia dei crediti ceduti; sarà poi il mercato a selezionare le offerte ed a assicurare il successo delle singole iniziative".

(24) Fondamentale importanza rivestono, sotto quest'ultimo profilo, gli scritti di G. Santini, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 1973, I, p. 151 ss., nonché di G. Marasà, *Le società senza scopo di lucro*, Milano, 1984.

Si veda a tale proposito anche P. Gabriele, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 516.

(25) Si consulti l'opera collettanea di F. Colagrande-L. F. Fiore- M. Grimaldi - D. Prandina, *Le operazioni di securitization*, Milano, 1999, p. 13 ss.

(26) R. Pardolesi, *Presentazione*, cit., p. XVIII, definisce la *securitization* "espressione dell'intreccio tra law and finance".

Per G. Fauceglia, *op. cit.*, p. 3, "In sostanza, la l. n. 130/99 ha di fatto creato un "bene di secondo grado", in ragione del quale i partecipanti al fenomeno dello scambio "pervengono ad una collocazione finale di risorse migliore per entrambe rispetto a quella di partenza", e tanto avviene proprio grazie alla possibilità di far circolare, sotto forma di *securities*, diritti di credito originati da attività più disparate".

Nello stesso senso M. Bessone, *op. cit.*, p. 3, secondo il quale "Con la "cartolarizzazione" da "crediti" e "cessione di crediti" si derivano come "beni di secondo grado" consistenti quantità di "strumenti finanziari" con tutti i risultati di segno positivo che non sarà più il caso di ricordare".

re con maggiore semplicità le eventuali insolvenze od il mancato incasso dei profitti, programmati in base all'analisi dei flussi finanziari.

La predetta definizione, pur supponendo un programma univoco sotto il profilo funzionale, implica la sussistenza di una molteplicità di rapporti negoziali tra loro collegati<sup>(27)</sup>.

Tutto ciò trova puntuale riscontro dall'analisi dei dati normativi, da cui si evince che l'intero procedimento, nella sua generica complessità, si fonda sopra un collegamento sequenziale normativamente tipizzato, in cui contratti strutturalmente autonomi contribuiscono allo svolgimento di una funzione ulteriore<sup>(28)</sup>, la cui concreta individuazione sarà probabilmente possibile solo attraverso un'attenta analisi della specifica, peculiare tipologia di interessi sottostanti<sup>(29)</sup>.

Per quanto concerne l'oggetto dell'operazione, va rilevata la parziale cognizione del complesso fenomeno posta in essere da quei commentatori che, traendo spunto dal *nomen juris* della legge n. 130/99, hanno limitato ai crediti pecuniari il relativo ambito di osservazione.

Anche la nozione di credito pecuniario, riferita ad una prospettiva esegetica che prescindendo parzialmente dal dato normativo letterale, deve essere intesa in senso lato, ovvero come una caratteristica non sussistente sin dall'origine, allo scopo di ricomprendere all'interno delle operazioni di

(27) Per M. Bessone, *op. ult. cit.*, p. 4, "si tratta di valutare una complessa trama di soggetti, loro attività, loro contratti, conseguenti rapporti obbligatori e la organizzazione di tutto questo nelle forme di un procedimento inevitabilmente assai complesso. O meglio nelle forme di un complesso insieme di procedimenti. Quelli giusprivatistici costituiti dalla serie dei contratti in senso tecnico *collegati* variamente conclusi da cedente, società *veicolo*, prestatori di garanzie e altri ancora. E quelli giuspublicistici nella generalità dei casi costituiti dagli interventi con finalità di pubblica vigilanza volta a volta attivati da autorità di governo (il Tesoro), Banca d'Italia, Consob e altri ancora".

(28) F. Muratori, in *Aspetti giuridici e fiscali delle operazioni di securitization*, in *Resp. comunicazione, impresa*, 1997, p. 360, ritiene che "elemento caratterizzante l'insieme dei contratti è l'interrelazione esistente fra gli stessi, interrelazione determinata da una causa comune che trascende i singoli contratti ed è funzionale all'emissione di titoli privi della garanzia patrimoniale generica dell'emittente".

Per R. Sacco, *La qualificazione*, in R. Sacco-G. De Nova, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, II, 1993, p. 468 ss., "Ogni catena di contratti cosiddetti collegati è, dal punto di vista logico, un unico contratto" e, quindi, ciascuno di essi "non è un regolamento di interessi. È un frammento di regolamento".

G. Guerrieri, *Commento all'art. 1*, in *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, (a cura di) A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1007, segnala il duplice collegamento instaurato dall'art. 1 tra negozio di cessione e negozio di emissione.

Si veda anche C. Colombo, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999, p. 214 ss.

(29) A. Petraglia, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti: brevi riflessioni*, in *Corriere giur.*, 1999, p. 1072.

Si veda M. Granieri, *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, p. 11 ss.

cartolarizzazione ogni attività suscettibile di valutazione finanziaria, derivante da beni materiali e/o immateriali, nonché da utilità e/o da valori economici agli stessi sottesi.

La suddetta considerazione risulta indirettamente avvalorata, oltre che dalla concreta prassi delle operazioni negoziali, anche dalla legge 15 giugno 2002, n. 112, mediante la quale è stato convertito, con modificazioni, il decreto-legge 15 aprile 2002, n. 63, recante disposizioni finanziarie e fiscali urgenti in materia di riscossione, razionalizzazione del sistema di formazione del costo dei prodotti farmaceutici, adempimenti ed adeguamenti comunitari, cartolarizzazioni, valorizzazione del patrimonio e finanziamento delle infrastrutture.

Attraverso gli articoli 7, commi 10, 11 e 12, ed 8, commi 1, 4, 5 e 10, sono state istituite la Patrimonio dello Stato S.p.A. e la Infrastrutture S.p.A., allo scopo di procedere alla valorizzazione, alla gestione ed all'alienazione del patrimonio pubblico, nonché a garantire il finanziamento sotto qualsiasi forma delle grandi opere pubbliche<sup>(30)(31)</sup>.

(30) Di seguito si riportano parzialmente le citate disposizioni, contenute nella legge 15 giugno 2002, n. 112:

Art.7.10.- Alla Patrimonio dello Stato S.p.A. possono essere trasferiti diritti pieni o parziali sui beni immobili facenti parte del patrimonio disponibile e indisponibile dello Stato, sui beni immobili facenti parte del demanio dello Stato e comunque sugli altri beni compresi nel conto generale del patrimonio dello Stato di cui all'art. 14 del decreto legislativo 7 agosto 1997, n. 279, ovvero ogni altro diritto costituito a favore dello Stato (il corsivo è nostro).

Modalità e valori di trasferimento e di iscrizione dei beni nel bilancio della società sono definiti con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, anche in deroga agli articoli 2254, 2342 e seguenti del codice civile. Il trasferimento può essere operato con le modalità e per gli effetti previsti dall'articolo 3, commi 1, 16, 17, 18 e 19 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, escluse le norme concernenti la garanzia per vizi e per evizione previste dal citato comma 19.

Il trasferimento di beni di particolare valore artistico e storico è effettuato di intesa con il Ministro per i beni e le attività culturali. Il trasferimento non modifica il regime giuridico, previsto dagli articoli 823 e 829, primo comma, del codice civile, dei beni demaniali trasferiti.

Restano comunque fermi i vincoli gravanti sui beni trasferiti e, sino al termine di scadenza previsto nel titolo, i diritti di godimento spettanti a terzi.

Art.7.11.- *La società può effettuare operazioni di cartolarizzazione, alle quali si applicano le disposizioni contenute nel decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001 n. 410 (il corsivo è nostro).*

Art.7.12.- *I beni della Patrimonio dello Stato S.p.A. possono essere trasferiti esclusivamente a titolo oneroso alla società di cui all'art. 8 con le modalità previste al comma 10 (il corsivo è nostro).*

Art.8.1.- La Cassa depositi e prestiti è autorizzata a costituire, anche con atto unilaterale, una società per azioni denominata "Infrastrutture S.p.A."; non si applicano le disposizioni dell'articolo 2362 del codice civile. La società ha sede a Roma. Il capitale iniziale è pari a euro 1 milione, da versare interamente all'atto della costituzione; i successivi aumenti del capitale sono determinati con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze e possono essere sottoscritti dalla Cassa depositi e prestiti, anche a valere sulla cartolarizzazione di una parte dei propri crediti (il corsivo è nostro), individuati tenendo conto dei principi di convenienza economica e di salvaguardia delle finalità di interesse pubblico della Cassa stessa.

(segue)

(continua nota 30)

Le azioni della società non possono formare oggetto di diritti a favore di terzi; ne è ammesso il trasferimento con la preventiva autorizzazione del Ministro dell'economia e delle finanze.

Art.8.4.- (...). La società può destinare i propri beni e i diritti relativi a una o più operazioni di finanziamento al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli e dei concedenti i finanziamenti di cui al comma 5. I beni e i diritti così destinati costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quelli relativi alle altre operazioni.

Dalla data dell'emissione dei titoli da parte della società o della concessione dei finanziamenti da essa assunti, su ciascun patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di qualsiasi creditore diverso dai portatori dei titoli emessi ovvero dei concedenti i finanziamenti.

Delle obbligazioni nei confronti dei portatori dei titoli e dei concedenti i finanziamenti, nonché di ogni altro creditore nell'ambito di ciascuna operazione, risponde esclusivamente il patrimonio separato con i beni e i diritti destinati. Per ciascuna operazione può essere nominato un rappresentante comune dei portatori dei titoli, il quale ne cura gli interessi e in loro rappresentanza esclusiva esercita i poteri stabiliti in sede di nomina e approva le modificazioni delle condizioni dell'operazione. Le cessioni di beni in favore della società da parte dello Stato, degli enti pubblici non territoriali e di società interamente controllate dallo Stato sono operate con le modalità di cui al comma 10, dell'articolo 7. (...).

Art.8.5.- La società raccoglie la provvista necessaria mediante l'emissione di titoli e l'assunzione di finanziamenti. I titoli sono strumenti finanziari e agli stessi si applicano le disposizioni del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. L'organo amministrativo delibera sull'emissione e le caratteristiche dei titoli.

*Alla società si applicano il comma 2 dell'articolo 5 della legge 30 aprile 1999, n. 130, e le disposizioni contenute nel titolo V del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, ad esclusione dell'articolo 106, commi 2, 3, lettere b) e c), e 4, nonché le corrispondenti norme sanzionatorie previste dal titolo VIII del medesimo testo unico (...)* (il corsivo è nostro).

Art.8.10.- *Ai titoli e ai finanziamenti di cui al comma 5 si applica lo stesso trattamento previsto nell'articolo 2, comma 5, del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410 (il corsivo è nostro) (...).*

(31) Nell'art. 9, comma 1-bis, l. n. 112/02, è stabilito che: "Gli enti pubblici di cui alla legge 4 dicembre 1956, n. 1404, sono definitivamente soppressi. Conseguentemente: a) i loro immobili possono essere alienati con le modalità previste al capo 1 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410.

I relativi decreti dirigenziali sono adottati dal Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato. I proventi delle vendite degli immobili ed ogni altra somma derivata e derivante dalla liquidazione sono versati all'entrata del bilancio dello Stato. (...)"

Con i commi 4 bis e 5 della medesima normativa si apportano, rispettivamente, le seguenti modificazioni alla legge 23 novembre 2001, n. 410: "All'articolo 3 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, sono apportate le seguenti modificazioni: a) al comma 5, dopo il secondo periodo, è inserito il seguente: "La vendita si considera frazionata esclusivamente nel caso in cui ciascuna unità immobiliare sia offerta in vendita singolarmente a condizioni specificamente riferite a tali unità"; b) dopo il comma 7, è inserito il seguente: "7-bis. Ai conduttori delle unità immobiliari ad uso diverso da quello residenziale, nell'ipotesi di vendita in blocco, spetta il diritto di opzione all'acquisto a mezzo di mandato collettivo, a condizione che questo sia conferito dai conduttori che rappresentano il 100 per cento delle unità facenti parte del blocco oggetto di vendita. Il prezzo di acquisto è quello risultante all'esito della procedura competitiva. Le modalità ed i termini di esercizio del diritto di opzione stabilito dal presente comma sono determinati con i decreti di cui al comma 1".

"All'articolo 6 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, il comma 3-bis è sostituito dal seguente: "3-bis. Alle cessioni ed

(segue)

Dall'analisi del dettato normativo risulta di indubbia evidenza il fatto che ogni diritto costituito a favore dello Stato può essere astrattamente alienato facendo ricorso alla tecnica della *securitization*.

La presente conclusione ha trovato un'ulteriore conferma nell'art. 84 della legge 27 dicembre 2002, n. 289, il quale, oltre ad aver regolamentato le operazioni di finanza strutturata intraprese per la privatizzazione del patrimonio immobiliare delle regioni, degli enti locali e degli altri enti pubblici<sup>(32)</sup>, sancisce, al comma 9, l'estensione della tecnica procedimentale suddetta anche ai crediti, di qualsiasi natura, appartenenti all'amministrazione statale<sup>(33)</sup>.

L'estensione dell'ambito oggettivo appare inevitabile soprattutto nelle *synthetic securities*, laddove non si verifica la cessione degli *assets* ad uno SPV, bensì del relativo rischio di insolvenza, risultando le attività cedute direttamente trasformate dall'*originator* in strumenti finanziari da collocare sul mercato.

Un soggetto terzo (solitamente una *investment bank*) si obbliga, dietro pagamento di un corrispettivo, a fornire una copertura nel caso in cui si verifichi un evento di *default*. Tale copertura può attuarsi mediante un contratto di assicurazione dei crediti o, più comunemente, attraverso il ricorso all'utilizzo di strumenti derivati (*credit default swaps*)<sup>(34)</sup>.

(continua nota 31)

ai conferimenti ai fondi di investimento immobiliare istituiti ai sensi degli articoli 37 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e 14 bis della legge 25 gennaio 1994, n. 86, si applica l'art. 37-bis del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600. Ai conferimenti di beni ai medesimi fondi non si applicano, in ogni caso, le disposizioni del decreto legislativo 8 ottobre 1997, n. 358".

(32) Art. 84, comma 1, legge 27 dicembre 2002, n. 289, "Le regioni, le province, i comuni e gli altri enti locali sono autorizzati a costituire o a promuovere la costituzione, anche attraverso soggetti terzi, di più società a responsabilità limitata con capitale iniziale di 10.000 euro, aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari".

(33) Art. 84, comma 9, l. 27 dicembre 2002, n. 289, «All'articolo 15, comma 1, della legge 23 dicembre 1998, n. 448, e successive modificazioni, alla fine del primo periodo sono aggiunte le seguenti parole "ovvero di altri crediti dello Stato e di altri enti pubblici"».

(34) Una cartolarizzazione sintetica è stata effettuata in data 19 febbraio 2002 dal gruppo Unicredit. L'operazione, del valore di 2,75 miliardi di euro, ha per oggetto un portafoglio di prestiti concessi a piccole e medie imprese. Attraverso i derivati di credito l'azienda bancaria ha trasferito il rischio di insolvenza su di un istituto internazionale e sul mercato, mediante l'emissione di serie distinte di titoli subordinati (*junior and senior notes*).

In altre parole l'Unicredit ha acquistato protezione dalla banca internazionale (mediante un *senior credit default swap*) per una percentuale pari all'86,5 per cento del portafoglio di attività cedute e, per la parte residua (attraverso un *junior credit default swap*), dalla società veicolo costituita *ad hoc*. Quest'ultima ha riversato il rischio sul mercato, emettendo cinque *tranches* di titoli, aventi durata decennale ed un differente grado di postergazione in caso di insolvenza, corrispondente al

(segue)

The Basel Committee on banking supervision<sup>(35)</sup> individua, a tale riguardo, due modelli tipologici di titolarizzazione:

- le cartolarizzazioni tradizionali, caratterizzate dal trasferimento legale o economico di attività o di impegni da un'istituzione cedente ad una parte terza, solitamente denominata SPV, che emette *asset-backed securities*, le quali rappresentano ragioni di credito nei confronti di specifici *pool* di attività;

- le cartolarizzazioni sintetiche, ovvero operazioni strutturate nelle quali le banche usano *credit derivatives* per trasferire a terzi il rischio di credito, specificamente individuato, di un determinato *pool* di attività<sup>(36)</sup>.

Le operazioni di *securitization* includono, in questa più ampia accezione, anche le attività di *repackaging*, le quali hanno ad oggetto l'acquisto di un portafoglio titoli già esistente e la successiva rinegoziazione o ristrutturazione delle scadenze dei pagamenti, connessi ai rapporti obbligatori sottostanti<sup>(37)</sup>. Ma vi è di più.

Attraverso l'art. 2 del decreto-legge 9 maggio 2003, n. 102 - non con-

(continua nota 34)

diverso livello di *rating*. Durante i primi tre anni dall'emissione il portafoglio è *revolving* o di tipo rotativo, ovvero i crediti in scadenza verranno rimborsati mediante la sottoscrizione di nuovi prestiti aventi un *rating* analogo.

Sulle cartolarizzazioni sintetiche si vedano gli articoli di A. Fabbri, *Le synthetic securitization: struttura, caratteristiche economiche e logiche di valutazione*, in *Bancaria*, 1/2001 p. 54 ss. e *Le synthetic securitization: un confronto con le operazioni classiche*, in *Bancaria*, 3/2001 p. 53 ss.

(35) In *Asset securitization consultative document*, 2001.

Cfr. J. R. Peterson, *Basel 2: mixed bag for securitization*, in *ABA banking journal*, 9/2001, p. 59 ss.; C. D'Auria-M. Marangoni, *Le proposte di Basilea su asset securitization: differenze con la normativa italiana e riflessi per la supervisione*, in *Bancaria*, 9/2001, p. 68 ss.

(36) Anche la Banca d'Italia ha stabilito, nel Bollettino di vigilanza n. 7/2001, p. 8, che "Le attività cedute alla società veicolo per la loro successiva cartolarizzazione, coerentemente con quanto previsto dalle vigenti istruzioni per la compilazione della matrice dei conti, non devono formare oggetto di rilevazione nell'attivo della banca cedente. La rimozione delle attività cedute dallo stato patrimoniale del cedente va effettuata in contropartita del corrispettivo ricevuto. *Nello stato patrimoniale della banca cedente devono, invece, continuare ad essere rilevate le attività oggetto di operazioni di "cartolarizzazione sintetica", nelle quali si realizza il solo trasferimento del rischio di credito per il tramite di derivati creditizi (il corsivo è nostro)*". Successivamente la Banca d'Italia ha definito, nel Bollettino di vigilanza n. 12/2001, p. 13, le operazioni innovative di cartolarizzazione, "nelle quali: 1) i crediti oggetto di cartolarizzazione includono anche titoli che incorporano derivati su crediti, titoli derivanti da altre operazioni di *securitization*, oppure attività subordinate emesse da banche o enti finanziari; 2) il portafoglio crediti oggetto di cartolarizzazione (o una sua quota parte) è associato a contratti derivati su crediti in forza dei quali, al verificarsi di condizioni contrattualmente previste (*credit event*), il veicolo (che assume la posizione di *protection seller*) sostituisce il portafoglio crediti con le *reference obligations*; 3) il trasferimento a terzi del rischio di credito gravante su un determinato portafoglio è realizzato mediante più contratti derivati su crediti, in uno dei quali una società veicolo si pone come *protection seller* e procede alla cartolarizzazione di una quota del rischio stesso (cartolarizzazioni sintetiche)".

(37) Secondo G. Rumi, *op. cit.*, p. 460, "Le operazioni di *repackaging* possono rispondere ad una molteplicità di esigenze quali la differenziazione dei flussi di cassa come la modifica del *credit risk* ovvero la creazione, nell'ambito della medesima cartolarizzazione, di una pluralità di tipologie di titoli, aventi scadenza, *rating* e grado di rischio differenti assunti da molteplici investitori".



vertito - sono state apportate ulteriori modificazioni alla legge 23 novembre 2001, n. 410<sup>(38)</sup>, dalle quali risulta comunque possibile trarre alcune considerazioni di carattere esegetico. Il suddetto decreto-legge rendeva possibile costituire delle persone giuridiche, partecipate da soggetti pubblici e privati, allo scopo di provvedere alla valorizzazione, trasformazione, commercializzazione e gestione del patrimonio immobiliare pubblico, denominate Società per la trasformazione urbana (c.d. S.t.u.).

L'attività di valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico, fenomenologia normativamente tipizzata all'interno del nostro ordinamento<sup>(39)</sup>, non consiste soltanto in una gestione più efficiente e dinamica dello

(38) Denominato "Disposizioni urgenti in materia di valorizzazione e privatizzazione del patrimonio pubblico" (in G.U. del 12 maggio 2003, n. 108). Di seguito si riporta integralmente il testo dell'art. 2, comma 1, del d.l. 9 maggio 2003, n. 102:

1. Dopo il comma 15 dell'articolo 3 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, sono inseriti i seguenti:

15-bis. Ai fini della e con le procedure di cui al primo periodo del comma 15, il Ministero dell'economia e delle finanze, attraverso l'Agenzia del demanio, può promuovere la costituzione, con la partecipazione dei comuni interessati, di apposite società per azioni miste, denominate, ai sensi dell'articolo 120 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, approvato con decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, e successive modificazioni, società di trasformazione urbana. L'Agenzia del demanio individua gli azionisti privati delle società di trasformazione urbana tramite procedura di evidenza pubblica. Alle società di trasformazione urbana, costituite ai sensi del presente comma, possono essere conferiti o attribuiti, a titolo di concessione, singoli beni immobili o compendi immobiliari di proprietà dello Stato, individuati dall'Agenzia del demanio, d'intesa con il comune nella cui circoscrizione territoriale ricada il bene, di concerto con le Amministrazioni statali preposte alla tutela nel caso di immobili gravati da vincoli. Il trasferimento non modifica il regime giuridico, previsto dagli articoli 823 e 829, primo comma, del codice civile, dei beni demaniali trasferiti. I rapporti, anche di natura patrimoniale, intercorrenti tra l'Agenzia del demanio e la società di trasformazione urbana sono disciplinati da apposita convenzione.

15-ter. Il Ministero dell'economia e delle finanze, tramite l'Agenzia del demanio, può partecipare a società di trasformazione urbana, promosse dalle città metropolitane e dai comuni ai sensi dell'articolo 120 del testo unico di cui al comma 15-bis, che includano nel proprio ambito di intervento immobili di proprietà dello Stato.

15-quater. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, adottato di concerto con gli altri Ministri eventualmente competenti, sulla base di idonee verifiche effettuate dall'Agenzia del demanio, possono essere concesse in uso gratuito, per una durata massima di trenta anni, ai comuni che ne facciano richiesta per finalità di recupero, di conservazione e di manutenzione da effettuarsi a cura e spese degli enti stessi, i beni immobili di proprietà dello Stato, destinati ad uso diverso dall'abitativo, non idonei né suscettibili di uso governativo concreto e attuale, non valorizzabili e non dismessibili ai sensi della normativa vigente o comunque non suscettibili di altra utilizzazione economica. Il medesimo decreto fissa anche le modalità e le condizioni delle concessioni. Gli immobili concessi in uso ritornano nella disponibilità dell'Agenzia del demanio in caso di accertato difforme utilizzo rispetto alle finalità di cui al primo periodo.

Il contenuto del predetto decreto-legge è stato trasfuso con alcune modificazioni, all'interno del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269 convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326 (in G.U. 25 novembre 2003, n. 274, Suppl. ord. n. 181).

(39) Si veda la legge 2 aprile 2001, n. 136, denominata "Disposizioni in materia di sviluppo, valorizzazione ed utilizzo del patrimonio immobiliare dello Stato, nonché altre disposizioni in materia di immobili pubblici" (in G.U. 20 aprile 2001, n. 92).

stesso, ma anche nella stipulazione di apposite convenzioni con i Comuni interessati, volte a favorire il mutamento di destinazione d'uso dei cespiti appartenenti alle Amministrazioni statali, il trasferimento dei diritti di cubatura all'interno di comparti edilizi omogenei (c.d. perequazione urbanistica), l'apposizione di vincoli urbanistici di varia natura.

Tali fattispecie, pur consistendo in procedimenti aventi natura amministrativa, si riverberano inevitabilmente anche sul valore economico e sulla relativa disciplina giuridica dei beni che ne costituiscono oggetto, influenzandone sensibilmente la redditività e la conseguente commerciabilità. Possiamo, quindi, affermare, facendo concreto riferimento sia all'argomento esegetico sopra specificato, sia dall'attenta analisi ermeneutica del testo normativo (art. 15 bis l. 23 novembre 2001, n. 410), come anche il mutamento di destinazione d'uso, pur non rappresentando un bene in senso tecnico-giuridico, costituisca un *asset* cartolarizzabile, in quanto costituente momento prodromico alla successiva dismissione e commercializzazione dell'immobile, nonché suscettibile di una precisa valutazione di carattere economico.

Un ulteriore impulso alla tecnica finanziaria in oggetto, inoltre, sarà apportato dall'entrata in vigore 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»<sup>(40)</sup>.

L'articolo 2447-*bis*, comma 1, c.c., dispone che: «La società può:

- a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare;
- b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi<sup>(41)</sup>».

(40) Il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 5, recante la "Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia, in attuazione dell'articolo 12 della legge 3 ottobre 2001, n. 366", pubblicato sulla G.U. del 22 gennaio 2003, n. 17, estende le nuove disposizioni processuali anche alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti [art. 1, comma 1, lett. d)].

(41) Per A. Zoppini, *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2002, p. 546 ss., "Nell'arco dell'ultimo decennio del secolo che si è appena chiuso la tecnica della separazione patrimoniale ha conosciuto crescenti applicazioni: ne sono testimonianza, tra le altre, le norme sulle gestioni patrimoniali, poi raccolte nel Testo unico della finanza (cfr. art. 22, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), la legge sui fondi pensione (art. 4, d. lgs. 21 aprile 1993, n. 124, come riformata dalla l. 8 agosto 1995, n. 355), la legge sulla c.d. cartolarizzazione dei crediti (art. 3, comma 2, l. 30 aprile 1999, n. 130) e poi, da ultimo, la legge sulla "società per il finanziamento delle infrastrutture" (art. 8, comma 4, d.l. 15 aprile 2002, n. 63, convertito dalla l. 15 giugno 2002, n. 112). Rispetto alle fattispecie appena considerate - che potevano forse essere lette nel segno della "decodificazione" e testimoniare il sottrarsi degli interessi economicamente rilevanti ai principi dettati dal codice civile -, il "patrimonio dedicato" codifica un regime generale della separazione patrimoniale, seppure agganciato alla fattispecie societaria,

(segue)

La previsione dell'art. 2447 decies, comma 7, c.c., secondo la quale «Fuori dall'ipotesi di cartolarizzazione previste dalle leggi vigenti, il finanziamento non può essere rappresentato da titoli destinati alla circolazione», non appare in proposito un ostacolo insormontabile<sup>(42)</sup>.

Occorre, comunque, ribadire che il fulcro della complessa operazione economica è costituito dall'esigenza di «funzionalizzare» in concreto i flussi di capitali necessari al pagamento dei titoli emessi, la quale non può non riverberare i propri effetti anche sotto il profilo strettamente giuridico<sup>(43)</sup>.

Tutto ciò richiede un necessario e concreto riferimento alle fattispecie poste in essere dagli intermediari professionali nella prassi negoziale delle

(continua nota 41)

atteso che non presuppone un'operazione economica tipizzata (rilevando, quale coelemento della fattispecie, solo la specificità dell'affare programmato)".

Nel sistema finanziario tedesco risulta diffuso un particolare strumento, la *pfandbriefe*, che, sotto certi aspetti, presenta alcune affinità con le domestiche "cartelle fondiari", previste dal r.d. n. 646/1905.

Secondo M. La Torre, *Lasset-backed securitisation*, in *Banche e banchieri*, 1998, p. 75 ss., la *pfandbriefe* "si risolve in un titolo di debito emesso a fronte di crediti ipotecari"(...), dalle stesse banche che originano i crediti"(...). "In definitiva, dunque, il ricorso alla *Pfandbriefe* determina un processo di titolarizzazione che si dimostra distante da una struttura di *Abs* per diversi aspetti: a. non è contemplato uno *Spv* creato *ad hoc*; la banca originator funge da *issuer*, con la conseguenza che gli attivi rimangono nello stato patrimoniale della banca stessa; b. i titoli emessi a copertura sono titoli di debito e compaiono nel passivo dello stato patrimoniale dell'originator; c. lo *standing* dei titoli è determinato dallo *standing* della banca emittente e le forme di garanzia offerte sono tutte interne, cioè riconducibili all'*originator*".

(42) Cfr. M. Chiarlo, *Un particolare aspetto della nuova finanza: la cartolarizzazione dei rischi assicurativi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2001, p. 105 ss.

C. Ruccellai, *Nuove opportunità per le assicurazioni*, in *Il Sole 24Ore* del 6 dicembre 2002, ritiene che "nel caso di specie l'ostacolo scompare veicolando il finanziamento tramite una cartolarizzazione realizzata ai sensi dell'art. 7 della legge 130/99. I titoli saranno emessi da una società di cartolarizzazione *ex lege* 130/99 a fronte dei versamenti degli investitori che lo stesso veicolo eroga alla compagnia di assicurazione come finanziamento destinato allo specifico affare". Secondo lo stesso autore, infatti, "I patrimoni dedicati previsti dalla riforma delle società possono costituire uno strumento prezioso di cartolarizzazione assicurativa per consentire alle nostre compagnie di acquisire una più spiccata visibilità e competitività, anche a livello internazionale. (...) Lo strumento utilizzato è, di solito, un veicolo riassicurativo *off-shore* costituito *ad hoc* il quale da una parte, in virtù del contratto di riassicurazione, agisce quale retrocessionario dell'assicuratore e dall'altra, con l'emissione di titoli muniti di *rating* e sottoscritti da investitori istituzionali, si approvvigiona dei fondi sui mercati dei capitali. Gli importi versati dai sottoscrittori sono costituiti in patrimonio separato finalizzato a pagare gli indennizzi cui il veicolo è tenuto per i danni da sinistri coperti dal contratto di riassicurazione. Nello stesso patrimonio separato il veicolo versa i premi pagatigli dall'assicuratore. La destinazione del patrimonio separato, così alimentato da due fonti e gestito secondo criteri prudenziali, ha destinazione duplice: in priorità è destinato a indennizzare l'assicuratore ai sensi del contratto di riassicurazione stipulato col veicolo; in subordine, a remunerare e restituire i capitali versati ai portatori dei titoli. Nella sostanza economico-finanziaria l'operazione si configura come uno *swap*, intermediato dal veicolo, tra assicuratore e investitori: gli investitori assumono a proprio (parziale) carico l'onere dell'indennizzo gravante sull'assicuratore e, in cambio, incassano l'equivalente del rispettivo premio".

(43) G. Fauceglia, *op. cit.*, p. 48.

operazioni di finanza strutturata, laddove le *asset-backed securities* vengono emesse per soddisfare una molteplicità di esigenze e, precisamente: per ottenere un finanziamento, per migliorare i *ratios* patrimoniali, per incassare un'anticipazione sui flussi di cassa futuri, per trasferire il rischio di insolvenza relativamente ad una parte dell'attivo patrimoniale<sup>(44)</sup>.

**4. I rapporti ceduti in blocco ed i crediti futuri.** - Le conclusioni raggiunte ad esito del paragrafo precedente consentono di addivenire ad una nozione di rapporti ceduti in blocco e di crediti futuri che risulti degna di maggior pregio.

Le disposizioni contenute nel decreto del Ministro del Tesoro 4 aprile 2001<sup>(45)</sup>, infatti, debbono essere rivedute da un angolo prospettico assai diverso<sup>(46)</sup>.

Ai fini che qui interessano assumono particolare rilevanza le disposizioni relative all'art. 1, comma 1, lettera g), laddove si intendono «per crediti

(44) Nella Relazione al d.d.l. n. 5058 del 7 luglio 1998, pubblicata sulla G. U. del 29 dicembre 1998, n. 302, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 427 ss., si legge che "Fattori favorevoli allo sviluppo anche in Italia di un processo di *securitization* di attività finanziarie sono i seguenti: - esistenza di adeguate masse di crediti cartolarizzabili; nei settori del credito ipotecario, del leasing e del credito al consumo sono già presenti attivi che, per dimensioni e caratteristiche finanziarie, sono idonee alla realizzazione di operazioni di *securitization*; - scarsità del patrimonio di vigilanza; gli intermediari creditizi e finanziari sono mediamente prossimi al raggiungimento dei limiti operativi loro consentiti dal patrimonio di cui sono dotati;

- necessità di migliorare la redditività degli intermediari creditizi e finanziari; con la *securitization* si riduce l'attivo dello stato patrimoniale e si liberano risorse finanziarie che possono essere reinvestite in nuovi impieghi ottimizzando l'utile netto di gestione riferito al patrimonio netto (ROE) e gli altri indicatori finanziari; - esigenza di dare sistemazione ai crediti inesigibili; per apportare prontamente liquidità ad intermediari in difficoltà e segregare giuridicamente categorie problematiche di attivo; - necessità di ampliare la gamma delle fonti di provvista; con la *securitization* si consente l'accesso ad una forma di finanziamento di solito meno costosa degli strumenti di finanziamento tradizionali".

Secondo A. Petraglia, *op. cit.*, p. 1071, "La *securitization*, infatti, grazie alla circostanza per la quale la cessione dei crediti è a titolo definitivo (*without recourse*), oltre a rappresentare una fonte di provvista alternativa e ad abbattere il costo del finanziamento, alleggerisce la struttura del bilancio, diminuisce e diversifica il rischio di credito, crea liquidità, consente forme di raccolta attraverso mercati finanziari alternativi raggiungendo diverse tipologie di investitori (istituzionali e non), fornisce una maggiore trasparenza delle attività attraverso l'analisi svolta dalle agenzie di *rating*".

(45) Pubblicato sulla G.U. 18 aprile 2001, n. 90.

(46) L'art. 2 del d.m. 4 aprile 2001 contiene delle statuizioni modificative dell'art. 1 del d.m. 13 maggio 1996, concernente i criteri di iscrizione degli intermediari finanziari nell'elenco speciale di cui all'art. 107, comma 1, del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, (c.d. T.U.B.).

Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del 5 dicembre 1996, pubblicate nella G.U. 17 dicembre 1996, n. 295, e riferite all'art. 58, comma 1, del T.U.B. (non richiamato dall'art. 4 della legge n. 130/99), definiscono i rapporti giuridici individuabili in blocco come "i crediti, i debiti e i contratti che presentano un comune elemento distintivo; esso può rinvenirsi, ad esempio, nella forma tecnica, nei settori economici di destinazione, nella tipologia della controparte, nell'area temporale e in qualunque altro elemento comune che consenta l'individuazione del complesso dei rapporti ceduti".

individuabili in blocco, l'insieme di crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l'omogeneità giuridico-finanziaria degli stessi», e lettera h), in cui si reputano «per crediti futuri i crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente».

Occorre considerare che l'individuazione degli *assets* oggetto di cessione costituisce l'aspetto critico di ciascuna operazione.

Secondo parte della dottrina tale individuazione dovrebbe avvenire attraverso strumenti flessibili, riconducibili essenzialmente alla volontà delle parti, senza che debbano necessariamente preesistere criteri oggettivi e riconoscibili dai debitori ceduti<sup>(47)</sup>.

L'esistenza di un relativo grado di incertezza nell'identificazione dei beni, comunque valutabile in sede di *due diligence* e di attribuzione del *rating*, consente egualmente di procedere alla cartolarizzazione degli attivi provenienti da operazioni di *project financing* o di cessione dei crediti c.d. *revolving*, in cui è assai inverosimile procedere all'esatta configurazione dei rapporti giuridici dai quali sorgeranno i flussi di cassa<sup>(48)</sup>.

(47) C. Rucellai, *Cartolarizzazione e tutela del mercato*, in AA. VV., *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di G. Morbidelli, cit., p. 13, "La questione principale dibattuta tra i pratici è stabilire se questo requisito dell'individuabilità in blocco sia da intendersi come rigorosamente obiettivo, nel senso cioè di richiedere la cessione di *tutti* i crediti che corrispondono alle caratteristiche individuate e che assicurano l'omogeneità giuridico-finanziaria del blocco, o se possa intendersi come anche soggettivo, nel senso cioè di consentire al cedente di scegliere *quali* crediti cedere tra quelli che corrispondono alle caratteristiche individuate. La stessa Banca d'Italia, ancorché informalmente sembri propendere per la seconda alternativa, non ha preso alcuna posizione scritta, ufficiale o ufficiosa, al riguardo. È pertanto escluso che il cedente, o chiunque altro, possa fornire garanzie contrattuali in merito al soddisfacimento di questo requisito, come invece troppo spesso pretendono, con una certa insensibilità giuridica, alcune agenzie di *rating*. Ma bisogna riconoscere che si tratta di insensibilità favorita da una formulazione normativa non felice, restrittiva e che, di certo, non favorisce il nostro sistema giuridico-finanziario nella competizione sempre più dura in atto tra sistemi-paese".

Si veda anche F. Macario, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, p. 12.

P. Schlesinger, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 266 ss., fa riferimento ad un *principium individuationis* e sottolinea, in una prospettiva più ampia, il rilevante ruolo dell'autonomia nell'operazione, con riferimento ai contratti collegati nei quali si articola il complesso procedimento.

(48) Per C. Rucellai, *op. ult. cit.*, p. 12 ss., "È evidente l'ampliamento introdotto da questa normativa secondaria, ai fini delle operazioni di cartolarizzazione, rispetto alla definizione di "credito futuro" elaborata dalla giurisprudenza consolidata della Corte di Cassazione e delle corti di merito, e anche rispetto alla definizione di "credito futuro" contenuta nella legge 21 febbraio 1991, n. 52 sul *factoring*. È evidente, del pari, che questo ampliamento normativo della nozione tradizionale di *credito futuro* è stato introdotto allo scopo specifico di consentire la cartolarizzazione su base "revolving" o rotativa anche ai sensi della legge n. 130/1999".

G. Rumi, *Securitization in Italia. La legge n. 130/99 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 454, "Il fenomeno del *project financing* appare terreno ideale per l'applicazione di tecniche di *securitisation* atteso il ruolo centrale che assume il *cash flow* futuro come fonte prioritaria di rimborso e di "garanzia" dell'intervento finanziario.

(segue)

Pur svolgendo la società di *rating*, in conseguenza dell'incarico conferitole, una funzione latamente «determinativa» degli attivi ceduti, si deve ritenere di aderire, alla luce delle predette considerazioni, a quella parte della dottrina che considera la nozione di rapporto individuabile «in blocco» un criterio sostanzialmente diverso ed ulteriore rispetto a quelli previsti dall'art. 1346 c.c., nonché dalla nozione di crediti ceduti «in massa» di cui alle legge n. 52/91<sup>(49)</sup>.

Da ciò consegue che la determinabilità dell'oggetto della cessione deve essere riferita non ad ogni singolo credito, ma alla globalità degli stessi, desumibile di volta in volta tramite criteri predeterminati, all'interno dell'accordo-quadro di cessione, dal concreto assetto degli interessi negoziali sottostanti l'operazione, senza che risulti necessario ricorrere all'utilizzo di un comune elemento distintivo avente portata obiettiva<sup>(50)</sup>.

Per ciò che concerne il secondo aspetto, invece, quanto sembra possa dirsi al riguardo è che il requisito della non attualità dei crediti cedenti

(continua nota 48)

In particolare, la *securitization* potrebbe contribuire a superare uno degli ostacoli «tecnici» più consistenti all'applicazione di logiche di *project financing* nel nostro ordinamento, ovvero le difficoltà connesse alla predisposizione di meccanismi idonei a canalizzare e vincolare flussi reddituali attesi e futuri a beneficio dei finanziatori del progetto, superando le attuali rigidità del nostro sistema di garanzie reali ove applicate ad un oggetto (crediti o flussi finanziari) futuro e/o *revolving*.

F. Modulo-C. Zaccagnini, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 79 ss., «la peculiarità di poter individuare, oltre ai crediti già venuti ad esistenza e registrati nelle scritture contabili della società anche quelli che sulla base di determinati contratti, evidentemente a scadenza successiva rispetto a quella di perfezionamento dell'operazione di cartolarizzazione, siano individuabili e valutabili nel presupposto di una continuazione del rapporto commerciale, ovvero sulla base di un orientamento interpretativo, anche quelli semplicemente sperati, individuabili in blocco, se si tratta di una pluralità di crediti. Possibilità quest'ultima che, da un lato, sembra rendere possibile un'individuazione dei crediti sulla base delle scritture contabili anche a prescindere da un'indicazione analitica e precisa degli stessi e, dall'altro lato, rende possibile la cartolarizzazione anche di un singolo credito, ovvero di uno o più crediti definiti, o individuabili in base a determinati criteri. Con riguardo in particolare al concetto di «blocco» di crediti si evidenzia come lo stesso assuma un rilievo peculiare nell'ambito della presente legge, non potendo essere interpretato, quanto meno con riguardo ai crediti già sorti o individuati, nel senso già sostenuto con riguardo alle cessioni ai sensi dell'art. 58 del testo unico bancario. Il requisito di «omogeneità» dei crediti cedibili sembra infatti utile solo per l'individuazione di crediti futuri, al fine di contribuire alla determinazione degli stessi, soprattutto nell'ipotesi di cessioni su base rotativa».

(49) Per R. Cercone, *Cessione di rapporti giuridici a banche*, in *La nuova legge bancaria, Commentario* a cura di P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, Milano, 1996, p. 971, «L'individuabilità in blocco resta proprietà distinta dalla determinatezza o determinabilità richieste dall'art. 1346 c.c. Tali due attributi, infatti, non riguardano i beni giuridici dell'oggetto del contratto, bensì la rappresentazione che di essi venga fatta dalle parti. È l'indicazione dell'oggetto del contratto che deve essere idonea a individuare esattamente i beni interessati alla vicenda giuridica o a predisporre i criteri per tale individuazione. Invece l'individuabilità in blocco indica una qualità intrinseca all'oggetto della cessione, a prescindere dalla rappresentazione che esso riceverà nelle clausole contrattuali».

(50) In senso conforme si veda G. Guerrieri, *Commento Sub art. 1*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130, Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, cit., a cura di A. Maffei Alberti, cit., p. 1012 ss.

deve essere riferita non alla concreta esistenza del rapporto negoziale sottostante, da cui trarranno origine i medesimi, ma, sulla scorta dell'analisi ermeneutica del citato decreto ministeriale, alla loro futuribilità, ovvero ad una serie di parametri oggettivi che attestino una ragionevole probabilità di venire ad esistenza<sup>(51)</sup>.

Il concetto di futuribilità, pertanto, deve essere individuato non soltanto avendo presenti i crediti, ma anche il *cash-flow* generato dall'*originator*, ovvero i flussi di cassa prodotti nell'espletamento della concreta attività istituzionale.

L'aspettativa derivante dal realizzo di tali posizioni attive, oltre ad essere cedibile, dovrebbe risultare determinabile tramite l'analisi dei bilanci dei precedenti esercizi, dai quali si dovrebbe desumere, altresì, il reale valore di avviamento (*goodwill*) dell'azienda<sup>(52)</sup>.

(51) S. Alderighi, *Vecchie e nuove in materia di cartolarizzazione di crediti futuri*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 973 ss., ritiene che "Fra le due possibili interpretazioni estremistiche del criterio della determinabilità dell'oggetto del contratto (quello più liberale che avrebbe permesso di cartolarizzare ogni tipo di credito futuro, purché individuabile al momento del suo venire ad esistenza e quello più restrittivo del "rapporto di base attuale", fatto suo, fra l'altro, dalla giurisprudenza maggioritaria), il D.M. sceglie infatti una via intermedia, introdotta dal concetto di *generabili* il quale sembra esprimere non tanto la certezza, quanto una "realistica probabilità" di venuta ad esistenza di crediti, interpretazione già da qualcuno prospettata in dottrina. In proposito va inoltre osservato che l'implicito riferimento alla *probabile venuta ad esistenza* conferma anche che i crediti vengono dedotti nel contratto non già *uti singuli*, ma come *massa*. (...) La massa, poi, a dispetto dei crediti futuri che la compongono, sembra essere *attuale* già al momento della stipulazione dell'accordo ed è rappresentativa della futura liquidità che l'operazione di cartolarizzazione permette di "scambiare" con quella attuale (...). Quanto all'*attività del cedente*, ad essa dovrà farsi riferimento anche per individuare quali crediti futuri, fra tutti quelli pur possibili che il cedente potrebbe generare, possano essere ceduti".

Nello stesso senso si veda M. Masnada, *Nuove norme in tema di società di cartolarizzazione dei crediti*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 977 ss., "sulla scorta di tale specificazione, l'imprenditore appare facoltizzato ad impostare una attualizzazione preventiva dei flussi finanziari composti dai crediti futuri che, sebbene in assenza di una concreta maturazione, sono comunque oggettivamente riconducibili nell'alveo del naturale esercizio dell'impresa e della sua conseguente redditività. (...) Non vi è dubbio, in ogni caso, che nell'operazione di cartolarizzazione di crediti futuri, maggiore è l'alca sulla venuta ad esistenza del credito titolarizzato e maggiore è la percentuale di rischio che dovrà essere evidenziata sia nel prospetto informativo sia in sede di *rating* dell'operazione complessiva".

Alla stessa nozione di futuribilità, ovvero alla possibilità di cartolarizzare *assets* non ancora esistenti, ma dei quali sia ragionevolmente possibile, sulla base di realistici dati previsionali, predeterminare la loro venuta ad esistenza, aderisce anche P. Ferro-Luzzi, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 1/2001, p. 26, secondo il quale "Nell'ambito dei crediti futuri il problema di vertice sembra peraltro essere quello della cartolarizzazione dei futuri flussi di cassa".

Per C. Proto, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fallimento*, 1999, p. 1177, "quando nella massa dei crediti ceduti solo alcuni siano futuri, il problema riguarderà solo questi ultimi, ma non l'intero contratto che, in quanto avente ad oggetto una vendita di massa, si considera ad oggetto determinato quando la massa e non i singoli crediti, sia comunque determinata o determinabile".

(52) Secondo D. Galletti, *Sub art. 2, in Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1028, "La ragione per cui il rischio sem-

(segue)

Pur non essendo riservate esclusivamente a soggetti esercenti un'attività imprenditoriale, infatti, appare di indubbia evidenza il fatto che nella maggior parte dei casi le operazioni di *securitization* vengono intraprese da operatori economici professionali.

Gli attivi cartolarizzati, in questa prospettiva, risultano determinabili *per relationem*, facendo espresso riferimento non ad un'entità statica, bensì ad un contesto dinamico, rappresentato dall'organizzazione imprenditoriale<sup>(53)</sup>.

Si potrebbe tracciare, sotto tale profilo, un parallelismo analogico-interpretativo con il negozio assicurativo. In tale accezione il singolo contratto viene ad assumere una connotazione aleatoria «pura», simile ad una scommessa. Nel momento in cui le imprese assicurative si determinano ad addivenire alla contrattazione di massa su una serie standardizzata di rischi e, quindi, alla conseguente adozione di modelli matematico-statistici di riferimento, si assiste ad una progressiva attenuazione dell'aleatorietà non soltanto da un punto di vista economico, ma anche sul piano strettamente giuridico.

Il contratto singolo, pertanto, viene ad assumere indirettamente una funzione aleatoria «attenuata», colorandosi parzialmente di un «*quid*» munito dei caratteri di commutatività.

Non risultano, pertanto, condivisibili le conclusioni cui sono pervenuti alcuni autori, favorevoli all'estensione in via analogica della disciplina prevista in materia di *factoring*<sup>(54)</sup>.

(continua nota 52)

bra «occultato» per effetto delle operazioni di cartolarizzazione risiede non già nel fatto che l'operazione sia Pareto-efficiente, bensì nella circostanza per cui il rischio viene suddiviso fra un numero molto più elevato di soggetti, ciascuno dei quali ha proprie conoscenze e previsioni sugli elementi del processo, ed appronta propri strumenti reattivi per «coprire» il margine di rischio residuo, così coinvolgendo e ripartendo lo stesso fra altre economie «terze». Se lo scambio dovesse essere valutato in una situazione ideale di assenza di costi transattivi, per l'inesistenza di asimmetrie informative, come è noto, esso semplicemente non avverrebbe».

(53) In tale prospettiva si pone l'opinione espressa da C. Grossi, *La cartolarizzazione dei crediti futuri*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 256, la quale propone di configurare la cartolarizzazione dei flussi finanziari all'interno della fattispecie di cui all'art. 7, comma 1, lett. a), della legge n. 130/99.

(54) Per la cui critica si rinvia espressamente a P. Gabriele, *op. cit.*, p. 516 ss.

Per A. Plaia, *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*, in *Giur. merito*, 2000, IV, p. 493, «può farsi riferimento all'art. 2852 c.c. sul «grado dell'ipoteca» che considera crediti futuri quelli che «possono eventualmente nascere in dipendenza di un rapporto già esistente»».

S. Tonetti, *La cartolarizzazione dei crediti ex lege n. 130 del 30 aprile 1999: limiti oggettivi, crediti futuri, crediti verso la pubblica amministrazione*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, p. 586, «È da ritenere, così, che per la validità della cessione di crediti futuri è sufficiente che sia individuata - i.e. sia determinata o determinabile - la fonte dei crediti stessi».

Per G. Guerrieri, *Commento all'art. 1, in Legge 30 aprile 1999, n. 130, Disposizioni sulla cartola-*  
(segue)



Tralasciando il carattere di specialità delle disposizioni previste dalla legge 21 febbraio 1991, n. 52, nonché il relativo ambito di applicazione, occorre rilevare, a tacer d'altro, che nella *securitization* il trasferimento degli *assets* rappresenta soltanto un momento prodromico ed endoprocedimentale all'ulteriore fase di collocamento dei titoli, mentre nel *factoring*, pur potendo la cessione coesistere con altri elementi di una fattispecie causale complessa, non si verifica la trasposizione degli attivi ceduti in altri strumenti finanziari.

Le predette argomentazioni non escludono aprioristicamente il ricorso, per alcune particolari tipologie di operazioni e stante l'accennata diversità strutturale, alla legge n. 52/91.

Le società industriali si sono sovente avvalse di quest'ultima normativa, ritenendola più flessibile e meno onerosa, oltre che comprensiva di una puntuale definizione concernente i crediti futuri ed i crediti ceduti in massa (art. 3, legge 21 febbraio 1991, n. 52)<sup>(55)</sup>.

(continua nota 54)

*rizzazione dei crediti*, cit., a cura di A. Maffei Alberti, cit., p. 1010 ss., "Questo significa che ove manchi una specifica previsione normativa di segno contrario, l'oggetto di un contratto possa ritenersi determinabile quando dalle previsioni delle parti, dalle loro qualità soggettive o da altre circostanze si possa stabilire con sufficiente precisione quale sia il diritto o il rapporto dedotto in contratto, a nulla rilevando la circostanza che tale rapporto risulti non ancora esistente al momento della formazione del regolamento negoziale e il tempo entro cui sarà destinato a sorgere. (...) "si deve anzi pensare che proprio l'introduzione di una norma che sancisce la libera cedibilità di crediti futuri, senza porre indicazioni vincolanti sui criteri in base a cui considerare determinabile l'oggetto della cessione, valga a confermare la vigenza, in materia di cessione di crediti, degli artt. 1346 e 1348 c.c., e ad attribuire carattere generale al disposto dell'art. 3, comma 1, l. n. 52/91, mantenendo isolata la regola speciale di cui all'art. 3, comma 3".

Secondo E. Spano, *op. cit.*, p. 440 ss., "la contrapposizione è fra crediti non ancora sorti, ma per i quali esiste già il rapporto contrattuale, dal quale sorgerà il credito, e crediti, per i quali al momento della cessione non esiste ancora nulla" (...). "È chiaro che, mentre nel caso di rapporto sottostante già esistente, l'entità e la qualità dei crediti ceduti, ancorché futuri, e i relativi flussi di incassi, sono prevedibili, nel secondo caso le aspettative di incasso si basano esclusivamente su serie storico-statistiche pregresse, che rendono del tutto incerta, se non l'entità, i tempi degli incassi".

(55) C. Rucellai, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, p. 421, "L'abbinamento legislativo del servizio di riscossione a quello di cassa e di pagamento (tipico quest'ultimo della banca depositaria) appare pertanto inopportuno perché non contempla la possibilità che il servizio di riscossione sia attribuito allo stesso cedente. Si potrà incaricare il cedente del servizio di riscossione soltanto qualora il cedente sia banca od intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del testo unico bancario, forzando un po' l'intento della norma che sembra quello di attribuire il servizio di riscossione, come il servizio di cassa e di pagamento, ad un soggetto terzo rispetto al cedente. La preclusione legislativa resta comunque insuperabile nel caso in cui il cedente-*originator* non sia banca o intermediario finanziario ma, per esempio, una impresa industriale. In tal caso il cedente non potrebbe, data la precisa preclusione normativa, essere incaricato del servizio di riscossione; con conseguenze discriminatorie a carico dell'*originator* impresa industriale e anche pregiudizievoli per la competitività del nostro sistema normativo in confronto a quelli dei paesi concorrenti, i quali liberamente consentono che l'*originator* funga anche da *servicer*".

Nella prassi negoziale, inoltre, il *factor* corrisponde il prezzo della cessione finanziandosi mediante l'emissione di titoli di credito all'ordine, aventi breve durata (*commercial papers*)<sup>(56)</sup>.

Eccessivamente restrittiva e non compatibile con la previsione contenuta nel d.m. 4 aprile 2001 risulta, sulla scorta delle suddette considerazioni, la nozione di credito futuro accolta nel sopra citato provvedimento della Banca d'Italia del 29 marzo 2000, ove si ritiene necessario fornire indicazioni anche in ordine ai rapporti contrattuali sottostanti.

L'aleatorietà del realizzo delle aspettative sperate risulterà, quindi, concretamente determinabile avvalendosi del ricorso all'analisi statistica, economica ed attuariale dei flussi di reddito, accertati mediante la valutazione effettuata durante la fase di *due diligence* e la successiva attribuzione del *rating*<sup>(57)</sup>.

Tale conclusione risulta avvalorata dalla nozione di futurità contenuta all'interno del predetto d.m. 4 aprile 2001, laddove il parametro preso in considerazione sembra fare riferimento all'oggetto sociale del cedente, in-

(56) Si veda, a titolo esemplificativo, l'articolo di M. Longo, *Wind cartolarizza le bollette*, in *Il Sole 24Ore* del 16 aprile 2003, ove si rileva che "Tra gli addetti ai lavori sono infatti tanti quelli che ritengono che la legge 130 sia ottima per le cartolarizzazioni bancarie ma di difficile applicazione per quelle delle aziende industriali. Non a caso questa tecnica finanziaria ha "spopolato" nel mondo del credito, ma non ha ancora attecchito in quello industriale".

(57) P. Gabriele, *op. cit.*, p. 536.

Per F. Maimeri, *op. cit.*, p. 240, "Il comma 1 dell'art. 1 riecheggia il disposto della legge sul *factoring*, stabilendo che possono formare oggetto di cessione in blocco crediti futuri, senza però la precisazione che debba trattarsi di crediti "che sorgeranno da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a ventiquattro mesi" (art. 3, comma 3 della l. n. 52/1991). È evidente che una simile pattuizione sconta un certo grado di incertezza nella identificazione dei crediti futuri da cedere, ma è altrettanto vero che una simile evenienza, comunque valutabile in sede di rilascio del *rating*, consente di cartolarizzare i crediti nascenti da operazioni di *project finance*, la cui configurazione rende difficile una più specifica definizione del rapporto da cui nasceranno i crediti".

M. Granieri, *op. cit.*, p. 29, riconduce la cessione dei crediti futuri all'*emptio rei speratae*, se derivano da contratti già stipulati o all'*emptio spei* qualora si tratti di crediti *nondum nati*.

Per G. Rumi, *op. cit.*, p. 460, "eccessivamente limitativo sarebbe, invece, interpretare il testo normativo nel senso di escludere la possibilità di cartolarizzare i flussi finanziari futuri non derivanti da un portafoglio crediti" (...). Tuttavia, la flessibilità dei concetti adottati dal legislatore sul punto potrebbe legittimare, almeno teoricamente, le tesi più permissive. Le ragioni che teoricamente ostano a ricomprendere tali crediti futuri come oggetto di cessione potrebbero non essere decisive laddove, sulla scorta dell'esempio anglo-americano, ad una valutazione pubblicistica, necessariamente aprioristica e teorica, si voglia sostituire la considerazione per il doppio sindacato effettuato dalle apposite società di *rating* e dal pubblico degli investitori chiamati, in tempi e modi diversi, ad esprimere il gradimento sulla bontà dell'investimento, e quindi sulla stimata affidabilità della realizzazione dei crediti futuri, in base alle idonee garanzie di supporto offerte dalla struttura ed ai prospetti presentati dall'emittente. Piuttosto, ciò che appare indifferibile al fine del necessario ed effettivo realizzarsi del requisito della determinatezza e della determinabilità del contratto appare un idoneo supporto di garanzia ed una precisa indicazione dei tempi di maturazione dei crediti e delle condizioni che devono realizzarsi affinché la cessione possa dirsi perfetta".

Cfr. F. Macario, *op. cit.*, p. 12 ss.

dividuato, in via probabilistica, mediante il ricorso a concreti elementi storici e statistici<sup>(58)</sup>.

Anche la giurisprudenza di legittimità, infatti, ha stabilito che nella definizione di credito futuro, cedibile ai sensi e per gli effetti dell'art. 1348 c.c., risulta incluso anche un credito semplicemente sperato e meramente eventuale, dal momento che l'aleatorietà insita nella suddetta cessione appare essere ricompresa nell'alveo della nozione codicistica sopra richiamata<sup>(59)</sup>.

**5. Le caratteristiche comuni ad ogni operazione di securitization.** - È d'uopo ricordare che la legge n. 130/99 costituisce, in conseguenza degli espressi rinvii operati dall'art. 22, comma 11, della legge n. 409/01 e dall'art. 2, comma 7, della legge n. 410/01, il parametro di riferimento di un intero microsistema di leggi speciali, caratterizzate dall'eterogeneità dei modelli attuativi.

L'indagine esegetica della normativa di settore<sup>(60)</sup> consente di enucleare le caratteristiche comuni a ciascuna operazione di *securitization*, i cui caratteri peculiari solitamente consistono:

a) nella creazione di una società veicolo costituita con capitale minimo (*thinly capitalized*) e tipologia variabile, escluse le ipotesi di cartolarizzazione dei crediti dello Stato e degli enti pubblici previdenziali;

b) nell'adozione di un sistema pubblicitario estremamente semplificato;

(58) Secondo G. Fauceglia, *op. cit.*, p. 104 ss., "la nozione di crediti futuri non viene individuata in ragione dell'interesse esclusivo del cedente, che in passato ha comportato la distinzione tra la *titolarità di un'aspettativa giuridicamente protetta alla venuta ad esistenza del credito* e *la semplice aspettativa di fatto all'insorgenza del diritto*", ma si è inteso, per le operazioni di cartolarizzazione, far riferimento ad una nozione unitaria ed innovativa, ritenendo che per *crediti futuri* debbano intendersi *«i crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente»*. In tal modo, il legislatore, sia pure in una fonte «secondaria», ha sottolineato come con il negozio di cessione connesso alla *securitization*, si produca direttamente il trasferimento alla società veicolo della situazione giuridica soggettiva prodromica all'insorgenza del diritto, con la conseguenza che la cessione (perfezionata con la pubblicazione nella *Gazzetta Ufficiale*) ovvero la «fattispecie traslativa a formazione successiva», destinata al sorgere del credito, finisce per svolgersi all'interno del patrimonio della cessionaria-società veicolo".

(59) Cass. 11 maggio 1990 n. 4040, in Foro it. 1991, I, c. 2489 ss.

(60) Si spazia dalla disciplina della cartolarizzazione dei crediti contributivi dell'Inps (art. 13, legge 23 dicembre 1998, n. 448) e dell'Inail (art. 36, legge 23 dicembre 1999, n. 488), alla trasformazione in titoli del trattamento di fine rapporto a norma dell'articolo 71, commi 1 e 2, della legge 17 maggio 1999, n. 144, (decreto legislativo 17 agosto 1999, n. 299), alla cessione di crediti tributari da parte degli enti locali e delle camere di commercio (art. 76, legge 21 novembre 2000, n. 342), alla cartolarizzazione dei crediti di imposta e contributivi, maturati e maturandi, dello Stato e degli enti pubblici previdenziali nell'ambito della disciplina degli strumenti di gestione del debito pubblico (art. 15, legge 23 dicembre 1998, n. 448, modificato dall'art. 102, legge 23 dicembre 2000, n. 388, e dall'art. 22, legge 23 novembre 2001, n. 409, ove viene espressamente stabilito che: "Ai crediti futuri sono assimilati altri proventi di natura non tributaria appartenenti allo Stato"), alla cartolarizzazione dei crediti e proventi appartenenti allo Stato, derivanti dai giochi del lotto e dell'enalotto (D.M. 27 novembre 2001).

- c) nella separazione tra i beni trasferiti allo SPV ed il patrimonio dello stesso, tranne le fattispecie di *subparticipation* e di titolarizzazione sintetica;
- d) nell'emissione di titoli ad azionabilità ed esigibilità limitata (*limited recourse*);
- e) nel variegato sistema di eterogaranzie previsto a favore dei portatori dei titoli;
- f) nel diverso regime delle eccezioni opponibili dai soggetti coinvolti nella complessa operazione, nonché nelle rilevanti modifiche apportate alle disposizioni contenute nella normativa fallimentare;
- g) nell'espressa deroga alle disposizioni contenute nell'articolo 11 del T.U.B. e negli articoli 2410-2420 c.c.

(continua)