

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali

Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

La cartolarizzazione dei crediti: il disegno di legge e l'iter Parlamentare

Maria Pia Santoro

Maggio 2001

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

1. Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti

La cartolarizzazione è un modello finanziario e contrattuale, che permette di smobilizzare poste illiquide attive, convertendole in attività negoziabili attraverso la creazione di titoli destinati ad essere venduti e comprati sul mercato. Questi titoli, comunemente definiti *asset-backed security* (ABS), sono garantiti dal valore dell'attivo ceduto (*asset*), che può essere rappresentato da mutui ipotecari, crediti al consumo, crediti di imprese verso i propri clienti o da altro¹.

Il fulcro dell'intera operazione è rappresentato dall'emissione, da parte di un soggetto, di titoli garantiti dai crediti che lo stesso ha precedentemente acquistato, mediante cessione, dal cosiddetto *originator*. Il flusso finanziario derivante dai pagamenti dei crediti ceduti è posto a garanzia degli acquirenti dei titoli e costituisce patrimonio separato sia rispetto al patrimonio dell'*originator* che a quello dell'emittente.

Tale operazione, pur se ha radici risalenti nel tempo² - non bisogna dimenticare che prestiti sotto forma di titoli negoziabili sono esistiti sin dalle prime fasi dell'evoluzione dei mercati finanziari - nasce come tecnica di

¹ La cartolarizzazione può essere definita alternativamente o "la tecnica che trasforma o rimpacchetta una serie di attività in bilancio di una banca in titoli che possono essere rivenduti agli investitori nel mercato finanziario" o la tecnica che "implica la conversione di flussi di cassa da un portafoglio di attività in strumenti negoziabili o debiti cedibili che vengono venduti agli investitori, garantiti dalle attività sottostanti e che hanno una serie di credit enhancements". Cfr. EUROPEAN BANKING REPORT, La gestione dinamica della struttura finanziaria aziendale per la creazione di valore: capital management, securitization e credit derivatives, 12° seminario, Milano, 9 luglio 1999, p. 12.

² BELLI, MAZZINI, Per lanciare il sistema della cartolarizzazione si punta su procedure agili e fisco leggero, in Guida al diritto n. 25, 1999, p. 22, i quali affermano: "volendo, si potrebbe però dimostrare che i processi di securitisation affondano radici addirittura nel passato remoto e che prestiti sotto forma di titoli negoziabili sono esistiti sin dalle prime fasi dell'evoluzione dei mercati finanziari. Non rappresentano, forse, forme di cartolarizzazione (o titolarizzazione, termini che traducono quello di securitisation) ante litteram i meccanismi, incentrati sull'emissione di particolari titoli o cartelle, su cui ebbe a basarsi, nel secolo XIX, l'attività di *crédit mobilier* già nell'originaria configurazione architettata in Francia dai fratelli Péreire?"; COX, Introduction and Overview, in Securitization a cura di BONSALL, 1990 p. 1, secondo il quale le origini dello strumento risalgono alle cartelle rappresentative di mutui ipotecari emesse in Prussia già due secoli orsono.

finanziamento negli USA (dove è considerata strumento attraverso il quale “*illiquid bank assets are pooled or guaranteed to make them marketable*”) per poi invadere tutti gli altri mercati finanziari³. Nel sistema italiano, tuttavia, la *securitisation* ancora non si è diffusa: di qui la necessità avvertita dal legislatore di intervenire con un apposito provvedimento⁴.

La legge n. 130/99 “Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti”, è il frutto del provvedimento di iniziativa governativa presentato il 7 luglio 1998 dall’Onorevole Ciampi, allora Ministro del Tesoro, Bilancio e Programmazione Economica. Lo scopo del suddetto provvedimento, come sottolineato nella relazione di accompagnamento, è quello di rendere più efficiente e competitivo il mercato italiano, recuperando il ritardo rispetto agli altri paesi (specialmente Inghilterra, Francia ed America) sin qui accumulato. La ragione di un simile ritardo può rinvenirsi nel fatto che anteriormente all’approvazione della legge 130/99, la *securitisation* necessitava in Italia di una struttura molto complessa: la cessione dei crediti, infatti, avveniva a favore di una società veicolo detta *special purpose vehicle* (SPV) di diritto italiano, ma la successiva emissione dei titoli era effettuata da un soggetto di diritto estero, il c.d. *special purpose company*, che, in quanto tale, non soggiaceva né ai limiti all’emissione fissati dall’art. 2410 c.c. né, se residente *off-shore*, alla normativa fiscale in materia di ritenuta sugli interessi⁵. La società veicolo finanziava l’acquisto mediante un prestito ottenuto da un ente creditizio detto *conduit bank*; tale prestito era poi ripagato con il deposito, effettuato dalla SPC presso lo stesso ente, del ricavato dal collocamento dei titoli. La presenza della banca aveva, quindi nel precedente modello di titolarizzazione un ruolo molto importante in quanto permetteva il collegamento tra i flussi di cassa generati dalle operazioni svolte dall’SPV e dall’SPC. Ciò che induceva a strutturare l’operazione in maniera così complessa è la presenza nel nostro ordinamento giuridico di una normativa estremamente rigida per quel che concerne gli effetti della cessione nei confronti del debitore

³ BENVISTE, BERGER, *Securitization with Recourse*, in *Journal of Banking and Finance*, 1987, 11, p. 403.

⁴ Sul termine *securitisation*: BONTEMPI, SCAGLIARINI, *La Securitization*, Milano, 1999, p. 52; DE FRANCHIS, *Dizionario giuridico*, Milano, 1984; FRIGNANI, *La «securitization» come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro it.*, 1995, V, 295.

⁵ Sulle origini della *securitisation*: BELLI, MAZZINI, *Per lanciare il sistema della cartolarizzazione si punta su procedure agili e fisco leggero*, in *Guida al Diritto* n. 25, 1999, p. 22; COX, *op. cit.*.

ceduto e dei terzi. A tal proposito è sufficiente sottolineare come la disciplina di cui agli artt. 1264 (“*la cessione ha effetto nei confronti del debitore ceduto quando questi l’ha accettata o quando gli è stata notificata*”) e 1265 c.c. (“*se il medesimo credito ha formato oggetto di più cessioni a persone diverse, prevale la cessione notificata per prima al debitore, o quella che è stata prima accertata dal debitore con atto di data certa, ancorché essa sia di data posteriore*”) mal si adatta alla tecnica della *securitisation*, che generalmente viene impiegata quando il numero dei crediti da cedere è piuttosto elevato⁶.

Per ovviare a questa situazione il disegno di legge n. 5058/98 cerca di applicare nell’ordinamento italiano il modello di *securitisation* anglosassone, caratterizzato dalla presenza di intermediari specializzati con personalità giuridica (si tratta dell’SPV).

Nel testo originario della novella manca qualsiasi riferimento alla possibilità di concludere un’operazione di cartolarizzazione mediante cessione dei crediti ad un fondo comune⁷. La ragione di tale esclusione è duplice: da un lato la circostanza che D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), già prevede che il patrimonio del fondo può essere investito in qualsiasi bene, e quindi anche in crediti (art. 1, comma 1, punto n., sub. 2, TUF); dall’altro la consapevolezza che la cartolarizzazione incentrata sul binomio fondo-società di gestione presenta dei costi maggiori rispetto a quella basata sulla costituzione di un apposito intermediario e, quindi, risulta meno competitiva e conveniente agli occhi degli operatori.

Il testo del decreto legge in questione, così come quello definitivamente approvato dalle Camere, si compone di sette articoli, nessuno dei quali però riporta una definizione puntuale di operazione di cartolarizzazione. L’art. 1, difatti, traccia l’ambito di applicazione della nuova disciplina e lo stesso sembra fare l’art. 7 che, estendendone l’operatività anche a tipologie diverse da quella

⁶ L’operazione di cartolarizzazione, dati gli elevati costi, non è conveniente se ha ad oggetto un numero esiguo di crediti.

⁷ L’art. 1, comma i, lett. j, definisce il fondo comune quale “patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte”. Le successive lett. k e l distinguono il fondo aperto, caratterizzato dal diritto dei partecipanti di chiedere, in qualsiasi momento il rimborso delle quote secondo le modalità previste nel regolamento del fondo stesso, dal fondo chiuso, in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate.

descritta nell'art. 1, funge da clausola di chiusura del provvedimento⁸. Dalla lettura degli artt. 1, ("ambito di applicazioni e definizioni"), e 7, ("altre operazioni") si evince, tuttavia, che al di là delle diverse modalità seguite per cartolarizzare gli attivi (cessione di crediti pecuniari, sia esistenti che futuri, alla società veicolo; cessione dei crediti ad un fondo comune di investimento; concessione di un finanziamento all'*originator*) ciò che caratterizza tale tecnica finanziaria è il vincolo di destinazione delle somme corrisposte dai debitori ceduti al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi dalla società veicolo e dei costi sostenuti per l'operazione (art. 1, comma 1, lett. b)⁹.

Tale società è espressamente regolata dall'art. 3, che al primo comma individua l'elemento identificativo della stessa nell'aver come oggetto sociale esclusivo la gestione di uno o più processi di *securitisation*. In quest'ultimo caso il successivo comma impone la regola della segregazione dei patrimoni, stabilendo che i crediti relativi a ciascuna operazione siano separati tra loro e rispetto al patrimonio della società, che soggiace alla disciplina generale degli intermediari finanziari di cui agli artt. 106 e seguenti del TUB¹⁰.

L'art. 2 ("programma dell'operazione") si occupa di un momento molto delicato dell'operazione: la redazione del programma. La norma in questione configura tale attività come un onere per il cessionario - o comunque per l'emittente se si tratta di soggetto diverso - imponendo l'osservanza di un contenuto minimo concernente:

⁸ L'art. 1 fa riferimento alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso dei crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti; l'art. 7 riguarda, invece, operazioni diverse dalla cessione, che realizzano pur sempre un trasferimento degli attivi.

⁹ Più precisamente l'art. 7 del disegno di legge nell'estendere la disciplina fissata negli articoli precedenti anche alle operazioni che non contemplano la cessione dei crediti si riferisce alla subparticipation di frequente utilizzo nella prassi applicativa anglosassone. Si tratta dell'operazione mediante la quale l'*originator* ottiene da parte della società veicolo, a fronte dell'emissione dei titoli, un finanziamento la cui restituzione è condizionata al pagamento da parte dei debitori principali, di una massa ben individuata di crediti, che rimangono di proprietà dell'*originator* pur se correlati ai titoli emessi dalla società veicolo. In ciò si coglie l'elemento distintivo della subparticipation rispetto alla cessione dei crediti: la prima, a differenza della seconda, non comporta il trasferimento della proprietà degli assets.

¹⁰ Sulla nozione di patrimonio autonomo cfr. BIANCA, Vincoli di destinazione e patrimoni separati, Padova, 1996; BIGLIAZZI GERI, voce Patrimonio autonomo e separato, in Enc. del dir., vol. XXXII, 1982, p. 281 ss.; D'AMBROSIO, La natura giuridica dei fondi pensione aperti: un'interpretazione dei principali problemi posti dalla fattispecie, in Giur. comm., 2000, I, p. 91 ss..

a) l'indicazione delle parti negoziali, la descrizione dei crediti, le caratteristiche dei titoli corrispondenti;

b) l'eventuale agenzia di *rating*;

c) l'indicazione dell'emittente;

d) l'indicazione del *servicer*;

e) le condizioni, a vantaggio dei portatori dei titoli, che permettono alla società cessionaria di cedere i titoli acquistati;

f) le condizioni in presenza delle quali la cessionaria può reinvestire le somme provenienti dalla gestione dei crediti ceduti ed ancora non necessarie al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi;

g) l'indicazione delle garanzie accessorie.

Al fine di snellire la complessa procedura esecutiva della cartolarizzazione ed incentivare, così, il ricorso alla stessa, il legislatore elimina l'ostacolo rappresentato dalla disciplina civilistica dell'efficacia della cessione, disponendo un regime di favore per la pubblicità del trasferimento nei confronti dei debitori ceduti (è sufficiente, infatti, la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della notizia dell'avvenuta cessione) e per la conservazione delle garanzie ipotecarie, che avviene automaticamente, senza formalità ed oneri di annotazione. La data della pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale costituisce, inoltre, il *dies a quo* per l'opponibilità della stessa nei confronti degli altri aventi causa e dei creditori del cedente, purché non abbiano un titolo di data anteriore (art. 4, comma 2). I successivi commi disciplinano il rapporto tra cartolarizzazione e revocatoria fallimentare, l'uno esentando i pagamenti effettuati dai debitori ceduti dal regime dettato dall'art. 67 della legge fallimentare (art. 4, comma 3); l'altro prevedendo una riduzione dei termini di cui l'art. 67 da due ad un anno e da sei a tre mesi (art. 4, comma 4).

Per quanto concerne i titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione dei crediti, l'art. 5 richiama gli artt. 129 e 143 TUB e l'operazione, pertanto, soggiace ai controlli della Banca d'Italia nell'ipotesi in cui l'offerta o il collocamento abbiano luogo in Italia. Tali titoli ai fini dell'imposizione diretta sono assimilati a quelli indicati nell'art. 41 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (testo unico delle imposte sui redditi).

Nel caso in cui si verificano diminuzioni di valore sugli attivi ceduti e sulle garanzie prestate a copertura dei rischi connessi all'operazione di cartolarizzazione, il disegno di legge in esame consente di imputare

direttamente alle riserve patrimoniali le suddette diminuzioni di valore, se relative a contratti di *securitisation* stipulati entro due anni dalla data di entrata in vigore della novella, per poi trasferirle nei cinque anni successivi al conto economico (art. 6, comma 2).

2. L'iter parlamentare del disegno di legge 5058/98

Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti assegnato alla VI Commissione (finanza) della Camera in sede referente il 27 luglio 1998 ed in sede legislativa il 9 marzo 1999, trasmesso successivamente al Governo, è esaminato in sede deliberante il 26 marzo 1999 e viene definitivamente approvato il 22 aprile 1999.

Il dibattito parlamentare evidenzia la necessità e l'urgenza della legge in commento considerando che, mentre le operazioni di cartolarizzazione hanno all'estero un largo utilizzo, in Italia tale tecnica ancora non si è diffusa a causa degli impedimenti precedentemente esaminati. A tal proposito la relazione al disegno di legge dell'On. Targetti ben illustra i vantaggi connessi alla titolarizzazione sia per il settore bancario (*“se la banca è sottopatrimonializzata ai fini della vigilanza ed è prossima al suo limite operativo, la cartolarizzazione e l'alienazione di alcuni suoi crediti libera risorse finanziarie che la banca potrà reinvestire in impieghi che essa stessa valuta possano avere un miglior rapporto rischio/rendimento...”*), sia per il mercato in generale (*“il secondo vantaggio deriva dalla possibilità che si sviluppino in Italia mercati connessi alle operazioni di cartolarizzazione, i quali in assenza di una normativa che consenta tali operazioni, rimarrebbero asfittici o non nascerebbero neppure: penso al mercato delle società cessionarie dei crediti e alle società di rating”*). Tali vantaggi sono tanto più evidenti se si considera che secondo la previsione del legislatore la *securitisation* rappresenta una tecnica finanziaria in grado di migliorare la struttura creditizia del mercato, e, pertanto, non può essere considerata solo quale strumento per smobilizzare crediti ad alto rischio o in sofferenza.

La Commissione VI non manca, tuttavia, di prendere in considerazione quest'ipotesi e traccia una mappa dei possibili risultati che creerebbe un'operazione di cartolarizzazione su *bad loans* effettuata da banche:

- la liquidità prodotta sarebbe destinata in uguale misura al finanziamento di nuove attività e al rimborso di precedenti passività;

- le passività sarebbero divise a metà fra depositi ed obbligazioni;
- i nuovi impieghi produrrebbero interessi di circa il 6 %;
- sui depositi e sulle obbligazioni rimborsate le banche risparmierebbero interessi passivi del 2,5 % e del 4 %;
- la riduzione degli impieghi bancari diminuirebbe il *plafod* annuo di deduzione fiscale delle svalutazioni crediti;
- i crediti cartolarizzati renderebbero il 5,6 %.

La stessa poi fa presente l'opportunità di verificare la conformità dell'art. 2, comma 3°, lettera f) – in cui si prevede la possibilità che la società cessionaria possa reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione degli attivi ceduti, non impiegati immediatamente per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli – con quanto stabilito dall'art. 1) comma 1°, lettera b), a norma del quale le somme corrisposte dal debitore ceduto debbono essere destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli emessi.

La Commissione II, invece, sottolinea, da un lato, la mancanza nell'art. 1 della definizione di operazione di cartolarizzazione e, dall'altro, la riduzione dei termini di cui all'art. 67 l. fallimentare, operata dall'art. 4, da due ad un anno e da sei a tre mesi.

La Commissione V, infine, ritiene opportuno aggiungere all'art. 6 due nuovi commi, al fine di compensare le minori entrate fiscali, registrate dalle casse dello Stato come conseguenza del regime tributario agevolato previsto dal provvedimento stesso.

Il confronto parlamentare non sembra approvare la scelta di disciplinare espressamente il solo modello anglosassone di cartolarizzazione senza spendere neanche una parola su quello francese. Se da un lato è vero che il TUF già consente la cartolarizzazione secondo il modello franco-spagnolo, è tuttavia necessario creare una certa uniformità tra tale disciplina e la normativa in esame¹¹. Proprio per raggiungere questo scopo l'art. 7 del disegno di legge viene completamente riformulato, esplicitando al comma 1, lettera b) che le

¹¹ Il TUF rappresenta lo strumento per garantire all'intermediazione mobiliare italiana efficienza e competitività. Letto in questa ottica la stessa struttura del TUF appare razionalmente indirizzata a tal fine: il testo normativo può essere scomposto in tre parti disciplinanti rispettivamente gli intermediari, i mercati e gli emittenti dei valori mobiliari.

disposizioni contenute negli articoli precedenti si applicano anche “ *alle cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*”¹².

Esigenze di chiarezza e maggiore tutela del mercato portano a riscrivere anche l’art. 2, ampliando il contenuto minimo del prospetto informativo, che oltre alle informazioni precedentemente indicate deve fare menzione adesso anche: a) dei rapporti di partecipazione tra società veicolo ed *originator*; b) dei costi dell’operazione, degli utili previsti e delle modalità di calcolo di entrambi¹³.

Inoltre a garanzia dei sottoscrittori, la norma in esame prescrive come obbligatorio l’intervento di un’agenzia di *rating*, se l’offerta dei titoli è rivolta al pubblico. Questa puntualizzazione si giustifica in base alla considerazione che nella maggior parte dei casi i prenditori dei titoli cartolarizzati sono investitori professionali, che, seppure dotati di strumenti idonei a conoscere le caratteristiche del mercato in cui entrare, sono generalmente più propensi ad acquistare quei titoli sottoposti al merito creditizio di operatori specializzati. Se ciò è vero l’intervento dell’agenzia di *rating* si mostra ancora più necessario quando i titoli sono offerti al pubblico, poiché in questo caso si determina un forte squilibrio tra le informazioni a disposizione dell’emittente e quelle accessibili per il prenditore.

Qualche perplessità suscita la constatazione che nessuna norma prevede esplicitamente la possibilità per la società veicolo di emettere titoli in deroga all’art. 2410 c.c.. Tale precisazione, che sembra essere l’ovvio corollario dell’irrelevanza del rapporto tra l’indebitamento derivante dall’emissione e il patrimonio netto della società veicolo, viene allora esplicitata nella nuova stesura dell’art. 5, comma 2.

Più complessi sono i problemi emersi durante l’approvazione dell’art. 6, riguardante la disciplina fiscale dell’operazione. Nella relazione al disegno di

¹² Il TUF ha abrogato le leggi precedentemente vigenti in materia di fondi comuni di investimento ed per la prima volta ha regolato nuove tipologie di fondi non rientranti nell’ambito di applicazione della Direttiva 85/611/Cee costituite da: fondi aperti non armonizzati; fondi riservati; fondi speculativi.

¹³ Nel prevedere la possibilità che esistano dei rapporti di partecipazione tra la società veicolo e l’*originator* il disegno di legge in esame si pone in netto contrasto con il sistema inglese di *securitisation*, dove l’SPV configura un mero veicolo finanziario, generalmente costituito ad hoc dagli *arrangers*, dotato di capitale esiguo e destinato a sparire con il completamento dell’operazione.

legge dell'On. Targetti si legge la proposta di assimilare i titoli emessi alle obbligazioni collocate sul mercato regolamentare dalle società per azioni, per le quali il D.lgs. n. 239/96 prevede l'applicazione di una ritenuta pari al 12,50 % sugli interessi, percentuale notevolmente più bassa di quella applicata ai titoli atipici, che, invece, è pari al 27 %. L'articolo 6 del disegno legge è privo, però, di qualsiasi riferimento a questa disciplina fiscale agevolata: il primo comma, infatti, secondo l'originaria formulazione, afferma solamente che ai fini delle imposte sui redditi, i titoli oggetto della cartolarizzazione sono compresi tra quelli indicati nell'art. 41 del D.P.R. n. 917 del 1986 senza fare menzione del decreto legislativo suddetto. Tale osservazione porta ad esplicitare questa assimilazione, cosicché il nuovo testo dell'art. 6 chiarisce che i titoli sono assimilati alle obbligazioni emesse dalle società per azioni nei mercati regolamentari, le quali soggiacciono alla ritenuta del 12,50 per cento sugli interessi prodotti (art. 6, comma1). Si tratta ancora una volta di una precisa scelta normativa che mostra il favore del legislatore verso lo sviluppo della *securitisation*: infatti, in mancanza di tale disposizione i titoli in questione sarebbero stati sottoposti alla disciplina ben più severa dei titoli atipici.

Sempre l'art. 6 risulta poi poco chiaro anche per quel che concerne l'imposta di registro e la tassa di borsa. Sotto il primo profilo si sente la necessità di specificare che alle operazioni di cartolarizzazione si applica un'imposta di registro in misura fissa perché se fosse proporzionale al valore del credito la *securitisation* diventerebbe eccessivamente onerosa. Al riguardo la Commissione finanze non manca di sottolineare come la normativa posta al suo esame rappresenta uno strumento davvero innovativo per regolare la trasformazione dei crediti in strumenti finanziari negoziati. Questa si caratterizza, sotto il profilo giuridico, per la presenza di diversi negozi tra di essi collegati, la cui stipulazione ha come fine ultimo quello di consentire il finanziamento dell'operazione. Ciò significa che la cessione, regolata dal disegno di legge 5058, è cosa ben diversa dalla cessione prevista dagli art. 1260 e ss. c.c.; in funzione di tale diversità si giustifica l'assoggettamento di tutte le cessioni, effettuate nell'ambito di una cartolarizzazione, all'imposta di registro a tasso fisso anziché a quella propria della singola cessione isolatamente considerata. Compito del Governo è, pertanto, a parere della Commissione, quello di adottare tutte le misure necessarie a garantire che Amministrazione finanziaria " *rilevata la natura di intimo e necessario collegamento tra tutti i diversi negozi*

giuridici che caratterizzano l'operazione di cartolarizzazione” sottoponga questi ultimi all'imposta prevista dal disegno di legge in esame.¹⁴

In relazione alla tassa sui contratti di borsa, occorre precisare che, anche per quanto concerne quest'ultima, si applica la disciplina vigente per le negoziazioni di titoli effettuate sui mercati regolamentari.

¹⁴ La VI Commissione finanze nella seduta del 11.3.99 così si esprime: “considerato che con il presente disegno di legge si offre uno strumento realmente innovativo per il nostro ordinamento a disciplinare, per la prima volta in maniera organica la complessa operazione finanziaria destinata a consentire la conversione in strumenti finanziari negoziabili di crediti preesistenti; rilevato che tale nuova, per il nostro ordinamento, operazione avviene, sotto il profilo giuridico, mediante l'articolato collegamento tra diversi negozi giuridici, destinati ad acquisire precipua connotazione in ragione della complessiva causa di finanziamento dell'operazione; considerato che tale causa di finanziamento giunge a contraddistinguere in modo determinante l'istituto, come emerge dal rilievo in forza del quale la originaria cessione del credito, come disciplinata dall'articolo 1 della legge, si differenzia dalla comune cessione disciplinata civilisticamente; infatti, non solo dovrà avvenire in blocco, se si tratta di una pluralità di crediti, ma è assoggettata a peculiari oneri di pubblicità (pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, a norma dell'articolo 4) che si giustificano in ragione della necessaria successiva destinazione all'immissione sul mercato, attraverso la creazione di strumenti finanziari appositi. Ma, soprattutto, assume carattere determinante in tal senso la previsione di cui all'articolo 1, lettera b) della legge, in forza della quale, pur riconoscendosi la più ampia autonomia negoziale ai privati operatori, le operazioni oggetto della presente disciplina sono esclusivamente quelle nelle quali le somme corrisposte dal debitore ceduto siano destinate in via esclusiva al soddisfacimento delle pretese derivanti dalla emissione dei titoli, emissione considerata necessaria per finanziare l'acquisto dei crediti, e solo dopo il pagamento dei costi, agli eventuali utili; rilevato che, pertanto, i dati normativi segnalati e la inequivoca finalità delle disposizioni introdotte consentono di individuare l'unitaria finalità di finanziamento dell'operazione, attraverso il collegamento negoziale realizzato, la mediazione della società veicolo e, in definitiva, in cambio del rendimento economico, il trasferimento sugli acquirenti dei titoli da questa emessi dell'onere economico corrispondente - naturalmente secondo le valutazioni offerte dal mercato - all'ammontare delle risorse che sono state utilizzate per l'acquisto dei crediti cartolarizzati, si da rappresentare una complessiva operazione di effettivo finanziamento, sia pure nella quale la restituzione della somma finanziata avviene da parte di un soggetto diverso da quello nei confronti del quale è stata originariamente erogata; valutato che tale istituto del tutto nuovo per il nostro ordinamento impone che anche il regime fiscale applicabile prenda atto della effettiva funzionalizzazione dei diversi negozi giuridici posti in essere in ragione della comune causa di finanziamento segnalata; considerato che possibili equivoci interpretativi possono essere originati dal diverso regime ai fini dell'imposta di registro che derivano dalla cessione di crediti pecuniari, rispetto a quella che invece concorra a costituire un elemento della complessiva operazione di finanziamento, a seconda che il relativo negozio giuridico sia in sé isolatamente considerato, ovvero calato all'interno dell'insieme di negozi e contratti ai quali è collegato funzionalmente, tanto da potersi negare autonoma esistenza se sganciato da tale necessario contesto; ritenuto altresì che anche il regime fiscale dell'istituto, come complessivamente previsto dalla presente legge, concorre a creare le condizioni per favorire il maggiore e più equilibrato sviluppo dello stesso, parallelamente alle esigenze emergenti dalla pratica finanziaria, piuttosto che costituire un fattore di ingiustificato appesantimento economico dell'operazione”.

La modificazione dell'art. 6 del disegno di legge secondo le osservazioni appena riportate induce la Commissione VI a chiedersi se questa particolare agevolazione prevista per le operazioni di cartolarizzazione non possa danneggiare l'erario. La considerazione che sino ad oggi le operazioni di *securitisation* sono state effettuate sempre con società veicolo estere e pertanto ricondurle in Italia - anche se con un regime fiscale particolarmente favorevole - costituisce senza dubbio un notevole vantaggio, fa guardare favorevolmente alle modifiche suddette.

L'esame del disegno di legge n. 5058, infine, induce la Commissione VI a chiedere l'intervento del Governo per assicurare il coordinamento tra la disciplina sulla cartolarizzazione dei crediti e la direttiva del 3 marzo 1999 adottata dal CICR, in attuazione dell'art. 11, comma 3, TUB. Secondo tale provvedimento le società non quotate per emettere cambiali finanziarie devono:

- registrare utili nei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi;
- far garantire le emissioni, in misura pari almeno al 50 per cento, da una banca o un'impresa di assicurazione ovvero da una finanziaria iscritta nell'albo di cui all'art. 107 TUB;
- limitare l'entità delle cambiali emesse entro il valore del patrimonio netto.

La rigidità di tali condizioni, che si giustifica con l'esigenza di ridurre il rischio emittente, non solo non ha senso nella disciplina tracciata dal disegno di legge in esame, dal momento che il rimborso dei titoli emessi dalla società veicolo è assicurato dai pagamenti effettuati dai debitori ceduti o, comunque, dalle garanzie apprestate, ma potrebbe anche impedire l'emissione di cambiali finanziarie nell'ambito di operazioni di titolarizzazione.

3. La legge del 30 aprile 1999 n. 130

L'*iter* parlamentare su descritto si è concluso con l'emanazione della già citata legge del 30 aprile 1999 n.130.

In particolare, l'art. 1 - praticamente immutato rispetto a quello elaborato dalla Commissione - traccia l'ambito di applicazione della nuova legge, facendo della cartolarizzazione lo strumento mediante il quale si realizza la cessione a titolo oneroso dei crediti pecuniari, sia esistenti che futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, ad una società che

ha come oggetto sociale esclusivamente l'acquisto di tali crediti e la successiva emissione di titoli obbligazionari ad essi connessi.

E' una definizione molto ampia che non pone limiti né sotto il profilo soggettivo né sotto quello oggettivo (si possono cartolarizzare sia crediti *in bonis* sia crediti in sofferenza), ed affida, pertanto, il successo dell'operazione alla capacità degli intermediari coinvolti nel mercato. E' comunque evidente che le attività oggetto di *securitisation*, seppure estremamente eterogenee, sono costituite unicamente da crediti pecuniari, con esclusione degli *assets* che hanno ad oggetto cespiti non espressi in termini monetari pur se suscettibili di valutazione economica;¹⁵ si tratta, in altri termini, di crediti liquidi, certi ed esigibili che danno origine a flussi di cassa costanti¹⁶. Tale caratteristica spiega anche il fatto che la cartolarizzazione ha interessato prima di tutto i crediti relativi ai mutui fondiari e, solo successivamente, le attività originate da contratti di *leasing*, assicurazione, *factorig* credito al consumo¹⁷.

La legge non ritiene necessario specificare se la cessione avvenga *pro soluto o pro solvendo*, riservando anche in questo caso la scelta all'autonomia negoziale delle parti. Per quanto riguarda più specificatamente le modalità e l'efficacia della cessione è opportuno far riferimento alla disciplina generale dettata in materia dagli artt. 1260 e ss. c.c., integrandola con quanto disposto dagli artt. 4 ed 1 l. 130/99, in cui si precisa che la cessione avviene a titolo oneroso. Dai principi di diritto comune si desume che il contratto in questione si perfeziona per effetto del semplice consenso legittimamente manifestato dalle parti, senza che sia necessaria la notificazione al debitore ceduto, se non per quanto attiene l'opponibilità del negozio al debitore stesso. Tuttavia, l'immediata efficacia traslativa della cessione è limitata unicamente al caso in

¹⁵ La cessione può riguardare una pluralità di crediti o anche un unico asset, che dovrà avere un valore piuttosto elevato, al fine di garantire la copertura dei costi connessi all'operazione e la remunerazione dei capitali investiti.

¹⁶ Così l'On. Angius durante la 252° seduta (sede deliberante) della commissione Finanze e Tesoro per l'approvazione della l. 130/99.

¹⁷ Generalmente sono preferibili crediti che hanno:

un piano di rimborso degli interessi e del capitale ben definito;

una durata superiore ai 12 mesi ovvero una scadenza pari o, comunque, anteriore a quella dei titoli emessi;

un rendimento piuttosto elevato;

che siano originati da contratti, privi di clausole che vietano o limitano la cessione degli stessi.

cui essa abbia per oggetto crediti esistenti al momento della conclusione del contratto¹⁸; se, invece, si tratta di crediti futuri, l'accordo intervenuto configura una vendita di cosa futura, avente efficacia obbligatoria tra le parti; conseguentemente l'*originator* è tenuto a procurare l'acquisto dei crediti alla società veicolo, che ne diviene titolare nel momento in cui vengono ad esistenza¹⁹. Il legislatore, al fine di agevolare il ricorso alla cartolarizzazione, stabilisce poi che la cessione è efficace nei confronti degli altri aventi causa e dei creditori dell'*originator*, il cui titolo non sia anteriore, dal giorno dell'avvenuta pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'atto di cessione. I commi 3 e 4 dell'art. 4 prescrivono, infine, che i pagamenti effettuati dai debitori ceduti non sono oggetto di revocatoria fallimentare.

La novella cura con molta attenzione l'informativa necessaria per realizzare un'operazione di *securitisation*, prevedendo una tutela differenziata dei sottoscrittori a seconda che si tratti di investitori istituzionali o privati. L'art. 2 impone, infatti, alla società che emette i titoli, indipendentemente dalla coincidenza di tale soggetto con la società cessionaria, di redigere un prospetto informativo, di cui già il testo originale del disegno di legge n. 5058 fissava il contenuto minimo. Nel caso in cui i titoli siano offerti ad investitori non professionali, come suggerito dalla Commissione VI, diventa obbligatoria anche la valutazione del merito del credito effettuata dalle agenzie di *rating*, le quali debbono avere i requisiti di professionalità ed indipendenza stabiliti dalla Consob²⁰.

Poco appropriata appare invece la scelta di inserire in tale ambito normativo la precisazione, contenuta nel primo comma dell'articolo in esame, secondo cui "*i titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione sono a tutti gli effetti strumenti finanziari la cui offerta al pubblico presuppone il rispetto delle norme previste dagli artt. 94 e ss. del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*". Sarebbe stato più opportuno collocare tale definizione nel successivo art. 5, che riporta la disciplina dei titoli emessi dal veicolo.

¹⁸ BIANCA, La vendita la permuta, in Tratt. Vassalli, 1993.

¹⁹ Diversamente dalla legge del 21 febbraio 1991 n. 52, la c.d. legge factoring, il legislatore, nel prevedere la possibilità che la cartolarizzazione abbia ad oggetto crediti futuri, non determina il limite temporale entro il quale debbono essere stipulati i contratti, che daranno origine a tali crediti.

²⁰ Alla Consob spetta, inoltre, il compito di stabilire i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito ed indicare eventuali rapporti esistenti tra questi ultimi e i soggetti che partecipano all'operazione.

Questi ultimi, in particolare, soggiacciono alla disciplina di cui agli artt. 129 e 143 del TUB, concernenti rispettivamente le modalità di accesso al mercato mobiliare e le sanzioni per la violazione di suddette regole. Al fine di consentire un rapido sviluppo della tecnica finanziaria in esame, l'art. 5, detta poi una serie di deroghe ai principi fondamentali fissati dal nostro ordinamento: viene meno il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico per soggetti diversi dagli istituti di credito, ai quali l'art. 11, comma 2, TUB riserva tale attività, e allo stesso tempo non si applicano i limiti all'emissione stabiliti dagli artt. 2410 e ss. c.c..

L'emissione può essere curata dalla cessionaria stessa o da un terzo soggetto comunemente detto società emittente: in entrambi i casi è fondamentale per il buon esito dell'operazione il rispetto dei principi di esclusività dell'oggetto sociale e di segregazione patrimoniale²¹. Il primo è necessario per evitare rischi di indebitamento connessi allo svolgimento di attività commerciale od industriale, che potrebbero impedire il rimborso dei titoli acquistati dai sottoscrittori; il secondo mira a prevenire un'eventuale concorrenza degli investitori con i creditori personali della società.

A tal proposito nella Relazione al disegno di legge si dice: *“i crediti vengono ceduti ad una società o ente che, a fronte delle attività cedute, emette quote di partecipazione o titoli negoziabili sui mercati finanziari nazionali o internazionali; tale società o ente ha funzione di “paratia stagna” e costituisce il cardine dell'operazione. Il nucleo centrale dell'impianto di titolarizzazione è dunque costituito dalla natura del soggetto cessionario, il quale, oltre ad essere distinto dal soggetto cedente le attività, deve avere, se del caso, vita limitata e costi di costituzione e gestione oltre che requisiti di patrimonializzazione molto contenuti”*.

Quanto alla società per la cartolarizzazione dei crediti, è opportuno sottolineare che il legislatore inquadra la cessionaria nell'ambito delle società finanziarie disciplinate dal Titolo V del TUF, attribuendo alla stessa ampia autonomia nella scelta del tipo societario da rivestire, con l'unico limite di rispettare la forma di società di capitale. Ciò significa che la società per la cartolarizzazione dei crediti è un soggetto dotato di personalità giuridica, che,

²¹ L'art. 3, comma 1, stabilisce che “la società cessionaria o la società emittente titoli, se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti” mentre il comma 2 recita “i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte dei creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi”.

in virtù del principio generale dettato dall'art. 2247 c.c., svolge attività imprenditoriale finalizzata alla produzione di utili. A tal fine può rendersi contemporaneamente cessionaria di più portafogli di crediti e decidere di reinvestire in altre attività finanziarie la liquidità ottenuta dai crediti acquistati e non necessaria nel momento contingente al rimborso dei portatori dei titoli²².

Queste caratteristiche evidenziano una netta differenza tra il modello italiano di SPV e quello, per così dire, classico di origine inglese, che viene creato *ad hoc* per ogni singola operazione di *securitisation* e costituisce, pertanto, un mero veicolo per realizzare una concreta separazione dei crediti cartolarizzati dal patrimonio dell'*originator*. L'SPV inglese perciò non può svolgere altra attività rispetto a quella di acquisto degli *assets* da mobilitare, né può contemporaneamente rendersi cessionario di più portafogli di crediti, né infine effettuare alcun tipo di investimenti. La possibilità che esistano “*eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria*”, pure prevista dal nostro legislatore (art. 2, comma 3, lettera i, l. 130/99), è sconosciuta all'ordinamento anglosassone in cui l'SPV è caratterizzato dalla completa indipendenza nei confronti dell'*originator*. Da ultimo, si nota che mentre quest'ultimo è, secondo il diritto d'oltre Manica, esente da imposte fiscali, la legge italiana sottopone la cessionaria a tassazione nella misura in cui è in grado di produrre utili per la differenza tra il prezzo di incasso nella riscossione dei crediti e quanto dovuto ai portatori dei titoli²³.

²² L'art. 2 comma 3, lett. e, l. 130/99 prevede espressamente che il prospetto informativo deve indicare “le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli”.

²³ Vedi al riguardo la Relazione alla legge in cui si afferma che l'erario confida sulle imposte che saranno pagate dalle società cessionarie.