

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	3
<b>CAPITOLO 1 LA CARTOLARIZZAZIONE</b>	6
1.1 Le origini e i caratteri generali della cartolarizzazione	6
1.2 Le fasi del processo di cartolarizzazione	8
1.3 I soggetti coinvolti	13
1.3.1 L'Originator	13
1.3.2 L'Arranger	14
1.3.3 Special Purpose Vehicle (SPV)	14
1.3.4 Il Servicer	15
1.3.5 La Società di rating	16
1.3.6 Credit Enhancement	17
1.4 Benefici e rischi dell'operazione	18
1.5 Tipologie di cartolarizzazione	23
<b>CAPITOLO 2 IL CONTESTO ITALIANO</b>	28
2.1 La cartolarizzazione in Italia	28
2.2 Il contesto normativo italiano: la legge 130/1999	34
2.3 Aspetti positivi e negativi della legge 130/1999	41
2.4 Controlli di vigilanza nel processo di cartolarizzazione	42
2.5 Recenti modifiche	46
2.6 I crediti deteriorati	52
<b>CAPITOLO 3 LO SCENARIO INTERNAZIONALE</b>	58
3.1 I principi contabili internazionali: brevi cenni	58
3.1.2 I principi internazionali nel contesto della cartolarizzazione	61

3.2	Accordo Basilea 2	70
3.3	Basilea 3, i nuovi aspetti	74
3.3.2	Internal Rating-Based Approach (SEC-IRBA)	77
3.3.3	External Rating-Based Approach (SEC-ERBA)	79
3.3.4	Standardised Approach (SEC-SA)	80
3.4	Regolamento europeo	81
3.4.2	la normativa prudenziale	82
3.4.3	cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate	84
	<b>CONCLUSIONI</b>	89
	<b>BIBLIOGRAFIA</b>	90
	<b>SITOGRAFIA</b>	95

## INTRODUZIONE

La securitization, rappresenta l'operazione chiave nel panorama dell'innovazione finanziaria che ha interessato il panorama globale nelle ultime ere, catturando l'interesse degli economisti per le sue ricadute. Questo processo consiste nella trasformazione di attività creditizie precedentemente illiquide in strumenti finanziari negoziabili sui mercati capitali, dando vita a nuove dinamiche tra gli attori finanziari per adattarsi alle crescenti complessità del settore.

La presente analisi esamina la securitization nei suoi aspetti operativi e normativi, evidenziando le sfide e le implicazioni che hanno caratterizzato il suo utilizzo, fino ad arrivare all'approccio attuale, dopo anni di incertezze sulla sua struttura, natura ed efficacia. La securitization è stata identificata come una delle principali cause della crisi finanziaria del 2007, contribuendo a distorsioni nei meccanismi di intermediazione, alla caduta della fiducia nel mercato e alla mancanza di resilienza degli intermediari di fronte a situazioni di instabilità generalizzata.

Il primo capitolo offre una panoramica sulle origini della securitization, nata negli anni '70 negli Stati Uniti per smobilizzare mutui ipotecari attraverso l'emissione di titoli MBS (Mortgage Backed Securities). Il successo della securitization si è poi diffuso al di fuori degli Stati Uniti, toccando paesi europei come Gran Bretagna, Francia e Italia, con una minore incidenza nelle regioni asiatiche. Vengono esaminate le fasi del processo di securitization, coinvolgendo attori come l'originator, l'arranger, la Special Purpose Vehicle (SPV), il servicer e le società di rating, analizzando benefici e rischi associati.

Il secondo capitolo affronta la securitization nel contesto italiano, facendo un breve riferimento alle operazioni di cessione dei crediti pre-securitization e discutendo la disciplina del factoring, acquisizione pro-soluto e pro-solvendo. Si esamina l'introduzione della securitization e la normativa correlata, come la legge n.130 del 30 aprile 1999, che definisce ambiti, strutture e disposizioni fiscali. Vengono valutati gli aspetti positivi e negativi della securitization in termini di limiti imposti, disciplina fiscale e questioni interpretative.

Il terzo capitolo si sposta sul contesto internazionale, esaminando i principi contabili IAS/IFRS introdotti per armonizzare le discipline contabili nell'Unione Europea. Si analizzano gli standards IAS39 e IFRS9, insieme a normative come IAS 27 e il SIC 12. Si discute anche il Comitato di Basilea e gli accordi Basilea 1, 2 e 3, con particolare riferimento all'evoluzione del framework sulla securitization. Il capitolo si conclude con l'analisi dei

recenti regolamenti europei 2017/2401 e 2017/2402, che introducono novità nei requisiti patrimoniali regolamentari per riflettere le caratteristiche delle securitizations STS.

## CAPITOLO 1

### LA CARTOLARIZZAZIONE

#### 1.1 Le origini e i caratteri generali della cartolarizzazione

La cartolarizzazione dei titoli di credito è stata descritta come una delle innovazioni finanziarie più rilevanti degli ultimi tempi. Questa operazione mira a fornire vantaggi patrimoniali ed economici ai partecipanti, consentendo la generazione di capitale di credito e una gestione più efficiente della liquidità e del rischio di credito.

Originariamente emersa negli Stati Uniti alla fine degli anni Settanta, la cartolarizzazione è stata utilizzata per smobilizzare mutui ipotecari detenuti dalle istituzioni finanziarie, rispondendo alla crescente necessità di liquidità<sup>1</sup>. Il governo ha istituito agenzie specializzate per garantire il rischio di insolvenza dei mutuatari e agire come controparte nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

Sul versante normativo, interventi significativi includono il Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA) del 1980, che ha liberalizzato il mercato finanziario, e l'abolizione del Glass-Steagall Act<sup>2</sup> nel 1999, segnando il passaggio da un modello bancario Originate To Hold (OTH) a uno Originate To Distribute (OTD).

La cartolarizzazione, nella sua forma tradizionale, coinvolge la conversione di attività finanziarie non liquide in titoli negoziabili chiamati Asset Backed Securities (ABS). Questo processo avviene attraverso la cessione di portafogli di attività non liquide da parte di istituti finanziari all'interno di una società veicolo appositamente creata (SPV). Le attività acquisite dallo SPV garantiscono il pagamento dei titoli ABS emessi.

---

<sup>1</sup> Mauro M., *Natura economica e rilevazione contabile dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti bancari*, 2005

<sup>2</sup> Legge USA del 1933 che introduce una netta separazione tra attività bancaria tradizionale e attività bancaria di investimento. In base alla legge, le due attività non potevano più essere esercitate dallo stesso intermediario, realizzandosi così la separazione tra banche commerciali e banche di investimento. L'abrogazione di tale legge avvenne nel 1999 con il *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act*.

L'aspetto distintivo della cartolarizzazione risiede nella sua natura alternativa, offrendo alle banche la possibilità di sviluppare finanziamenti al di là dei depositi e separare la concessione del credito dalla gestione del rischio. A seconda del sottostante cartolarizzato, si possono avere diverse categorie di titoli come MBS, CDO e ABCP.

Tuttavia, la radice della cartolarizzazione affonda le sue origini nelle obbligazioni bancarie negoziabili a lungo termine già presenti nei primi sistemi bancari. Il successo della cartolarizzazione si è diffuso in vari paesi, con la Legge n.130 del 30 aprile 1993 che ha introdotto l'operazione in Italia, registrando un notevole successo nel 2003. L'evoluzione successiva ha portato alla diffusione globale della cartolarizzazione, coinvolgendo settori diversi e dando origine a nuove forme come la synthetic securitisation<sup>4</sup>.

## 1.2 Le fasi del processo di cartolarizzazione

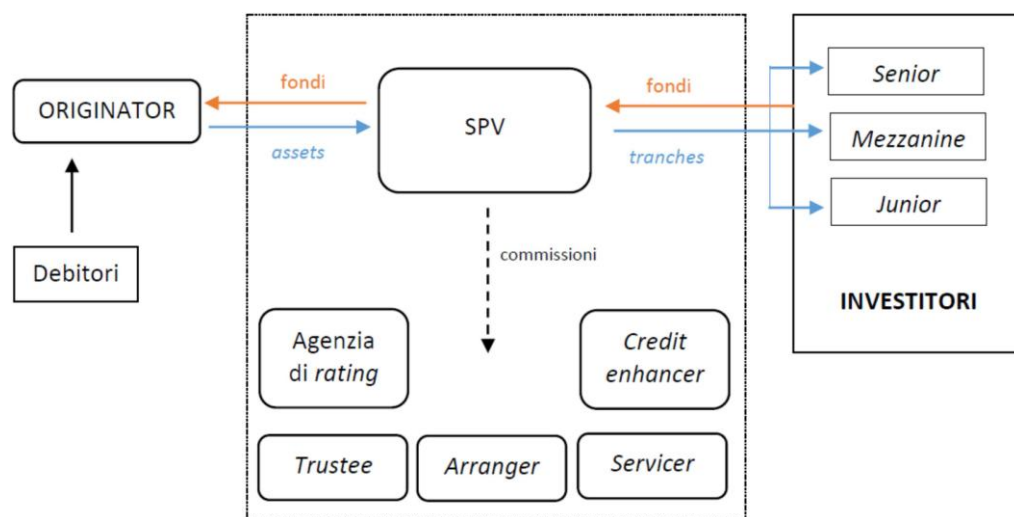
Il tipico processo di cartolarizzazione, come rappresentato nella Figura 1.1, riguarda un insieme omogeneo di attività, caratterizzato da flussi di cassa predeterminati o determinabili e il trasferimento di tali dall'*originator* alla cosiddetta società veicolo (*Special Purpose Vehicle*, SPV), che provvede all'emissione di titoli ABS garantiti dalle attività cedute il cui ricavato fornisce le risorse necessarie per il pagamento del portafoglio di attività dell'*originator*. L'emissione viene suddivisa in tranche caratterizzate da

---

<sup>3</sup> "Prima dell'introduzione della legge 130/99 la cartolarizzazione dei crediti era ostacolata dalla mancanza di una disciplina di riferimento e dalla presenza di alcune norme che ne impedivano una semplice esecuzione; le aziende italiane che volevano utilizzare la tecnica dovevano fare ricorso, per la cessione dei crediti, a veicoli con sede legale all'estero e ad *investment bank* straniere dotate del *know how* necessario per gestire l'operazione". Mauro M., *Natura economica e rilevazione contabile dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti bancari*, Aracne, Roma, 2005, p.11

<sup>4</sup> consiste nel trasferire il rischio di credito di un portafoglio di prestiti attraverso l'utilizzo di credit default swap (CDS). Al contrario della cartolarizzazione tradizionale, che trasferisce la proprietà dei mutui e prestiti alla società veicolo, con la cartolarizzazione sintetica i prestiti rimangono nel bilancio della banca ma il loro rischio di credito viene trasferito al mercato dei capitali attraverso l'emissione di ABS sintetici. La cartolarizzazione sintetica non ha l'obiettivo di generare liquidità per la banca, ma ha l'obiettivo di alterare l'esposizione al rischio di credito di determinati prestiti nel proprio bilancio.

differenti livelli di rischio, è possibile distinguere le tranche «*senior*» di tipo *investment grade*, seguiti dalla tranche *mezzanine*, a sua volta seguita da una tranche di titoli subordinati privi di rating *junior*. Tale suddivisione consente allo SPV di ripartire il rischio di credito e ricollocarlo presso le controparti maggiormente disponibili o capaci di assorbirlo<sup>7</sup>, quindi, il pagamento delle tranche avviene a cascata, ossia vengono pagate per prima le tranche meno rischiose (*senior*) e successivamente le tranche più rischiose (*mezzanine* ed *junior*). Le tranche *senior*, costituite da una bassa rischiosità e che garantiscono interessi inferiori, potranno essere sottoscritte da soggetti poco propensi al rischio; le tranche *junior* permetteranno una maggiore speculazione da parte dell'investitore, che ha una maggiore propensione al rischio.



**Figura 1.1** Operazione di cartolarizzazione

Fonte: Battaglia F., Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?, FrancoAngeli, Milano, 2015

Analizzando i momenti che caratterizzano l'operazione si possono essenzialmente individuare tre fasi.

La prima fase consiste in un'analisi preliminare compiuta dall'*originator*, per la definizione degli obiettivi da perseguire con la cartolarizzazione, esso può essere assistito da un *arranger*, con il cui aiuto viene predisposto un primo studio di fattibilità dell'operazione, e la successiva individuazione dell'opzione strutturale più idonea, al minor costo. Gli obiettivi da perseguire possono essere: gestire in modo attivo il bilancio, trasformare attività illiquide in fondi liquidi utilizzabili per altri impieghi, aumentare la

<sup>7</sup> SARKISYAN, A., 2010.

redditività, ridurre il patrimonio di vigilanza, ridurre la rischiosità dell'attivo. Una volta determinati gli obiettivi, si procede all'individuazione degli *assets* da cartolarizzare che dovranno avere determinate caratteristiche come descritte dalla Tabella 1.1. Occorre, inoltre, precisare che la buona qualità degli attivi da cedere (anche se non è essenziale per la strutturazione dell'operazione poiché intervengono le tecniche di *credit enhancement*, ovvero garanzie accessorie di varia natura) è comunque importante, perché se peggiore sarà la qualità degli *assets* ceduti, maggiori saranno i costi, in termini di commissioni, da sostenere per la strutturazione dell'operazione.

**Tabella 1.1 Le principali caratteristiche di crediti cartolarizzabili e le relative motivazioni**

<b>Caratteristica</b>	<b>Motivazioni</b>
Omogeneità giuridica e tecnica	Per ridurre i problemi durante le indagini di carattere legale (due diligence legale) e per rendere meno rilevante il <i>credit enhancement</i> , la cui presenza aumenta di importanza al crescere delle difficoltà nella stima del rischio del portafoglio ceduto.
Omogeneità economica e finanziaria (rendimento scadenza, piano di rimborso, ecc.)	Per avere una distribuzione di flussi di cassa attesi chiara e precisa, ciò consente di emettere ABS con un elevato grado di omogeneità e di provvedere più agevolmente al servizio sui titoli con gli incassi dai debitori originari.
Omogeneità circa la natura e le caratteristiche dei debitori.	Per stimare più facilmente il rischio di credito dell'operazione e ridurre i <i>credit enhancement</i> .
Piano di rimborso definito e flussi di cassa prevedibili.	Per stimare più facilmente i flussi di cassa futuri sia positivi che negativi.
Ammontare complessivo rilevante.	Per conseguire economia di scala rilevanti sui costi fissi iniziali, che sono normalmente piuttosto elevati. Un'operazione che non assicura volumi sufficientemente congrui potrebbero avere un beneficio finale non positivo se valutato al netto dei relativi costi.
Vita media residua non breve e normalmente superiore ai 2 anni (o comunque pari o anteriore a quella dei titoli emessi).	Per avere il tempo necessario per svolgere tutte le operazioni preliminari in modo preciso ed efficace; per emettere un pacchetto ABS con il maggior gradi di omogeneità possibile; per avere il tempo di collocare in modo ottimale i titoli
Possibile separazione giuridica dal patrimonio del cedente	Per consentire un effettivo smobilizzo dei crediti e la realizzazione di una vera e propria vendita ( <i>true sale</i> ).
Disponibilità di una serie congrua di informazioni storiche e possibilità di valutare con criteri standard il merito di credito dei debitori ceduti.	Per agevolare le stime della probabilità di insolvenza dei singoli crediti e del portafoglio complessivo.

La seconda fase del processo di cartolarizzazione riguarda il trasferimento dei crediti, ossia la cessione ad una società veicolo (SPV), che può avvenire sia pro-soluto che pro-solvendo<sup>8</sup>. Questa società, indipendente e specializzata nell'attività di cartolarizzazione, diventa titolare delle attività cedute dall'*originator* permettendo così che gli *assets* da cartolarizzare siano totalmente indipendenti dal patrimonio del soggetto cedente.

La terza ed ultima fase del processo consiste nel collocamento dei titoli ABS, al termine del quale il ricavato dell'operazione verrà trasferito all'*originator*. Assume una notevole importanza il ruolo dell'agenzia di *rating* che valuta l'emissione e quello dell'*arranger*, che riceve il mandato di gestire il collocamento dei titoli e si avvale della collaborazione soprattutto di una banca di investimento, organizzando le attività in un consorzio di collocamento. All'interno di tale consorzio, l'*arranger* rivestirà il ruolo di *leader manager* e, pertanto, sarà responsabile della determinazione del prezzo, della sottoscrizione e dell'allocazione dei titoli emessi. A seconda del pubblico presso i quali si intende destinare l'emissione, è possibile distinguere tra una procedura di offerta privata, che si rivolge ad un selezionato gruppo di investitori istituzionali, solitamente contattati tramite canali distributivi privati, e una offerta pubblica, che porta alla sollecitazione del pubblico risparmio, finalizzata alla distribuzione dei titoli presso una più ampia platea di risparmiatori.

Queste ultime emissioni sono generalmente caratterizzate da un elevato valore nominale e da *assets* sottostanti noti e facilmente apprezzabili in termini di valore e grado di rischio. Questa forma di emissione è più onerosa, in quanto è necessario produrre tutta una serie di informativa per ottenere l'autorizzazione all'emissione, tuttavia, questi titoli ABS sono dotati di una maggiore liquidità e questo permette di poterli vendere a tassi di rendimento minori.

È opportuno in fine precisare che il processo di cartolarizzazione è poco standardizzato ed è possibile distinguere differenti strutture operative, riconducibili ad altrettante differenti tipologie di ABS<sup>9</sup>.



Le tre strutture di realizzo sono:

- *Pass-through*;
- *Pay-through*;
- *Asset backed bond structure*.

Nella struttura *pass-through* la principale caratteristica riguarda il trasferimento degli attivi, che non avviene tramite un contratto di cessione, ma attraverso il deposito ad una SPV, che funge da depositante e gestore dei crediti di cui si è fatto cessionario. La società veicolo che acquisisce il portafoglio di attività, si impegna inoltre ad emettere titoli (*pass through certificates*) rappresentativi del portafoglio dell'*originator*, con la conseguenza di trasferire sul mercato la titolarità dei crediti stessi e conferire agli investitori finali la proprietà pro quota di una porzione indivisa del portafoglio, che assume la forma di fondo comune di investimento e le cui quote sono rappresentate dai titoli emessi (ABS). Gli investitori vantano un diritto di proprietà sulla quota di portafoglio acquistata e non un diritto di credito nei confronti del cessionario. C'è, quindi, un passaggio di titolarità del portafoglio di *assets* dall'*originator* al veicolo e da quest'ultimo a una pluralità di investitori, facendo sì che i certificati *pass-throughs* non vengano, difatti, considerati come obbligazioni dell'*originator* e quindi che non compaiano più nel bilancio dello stesso.

Nel *pay-through*, i crediti sono ceduti dall'*originator* allo SPV il quale, diventando il legittimo proprietario, emette titoli di debito garantiti dallo stesso pacchetto di attività acquistato. Questo tipo di struttura operativa si differenzia quindi dal *pass-through*, in quanto gli attivi ceduti dall'*originator* non diventano, pro quota, ovvero di proprietà anche degli investitori ma restano nella titolarità dell'intermediario (SPV) che ha emesso i titoli rappresentativi, in capo agli investitori finali sussiste un diritto di credito in riferimento al prestito obbligazionario emesso dal SPV, l'*originator* anche in questo caso ha liberato il bilancio dalle classi di attivo selezionate.

La terza struttura di cartolarizzazione dei crediti è l'*Asset-Backed Bond Structure*. Anche in questo caso, i titoli emessi non conferiscono la proprietà pro quota sul portafoglio di investimento, bensì un diritto di credito nei confronti dello SPV emittente, il quale rimane quindi proprietario del portafoglio di *assets* acquistato. Un *asset-backed bond* rappresenta, infatti, un'obbligazione debitoria dell'emittente circoscritta peraltro al solo portafoglio posto a garanzia di tale credito, cosicché è esclusa ogni pretesa ulteriore sul patrimonio dell'emittente. Si attua cioè una separazione dei patrimoni interna alla società

veicolo attraverso l'applicazione dell'autonomia patrimoniale che tenga distinti gli investimenti e tuteli le garanzie che su questi sussistono<sup>10</sup>.

Le tre strutture di realizzo sono:

- Pass-through;
- Pay-through;
- Asset backed bond structure.

Nella struttura pass-through la principale caratteristica riguarda il trasferimento degli attivi, che non avviene tramite un contratto di cessione, ma attraverso il deposito ad una SPV, che funge da depositante e gestore dei crediti di cui si è fatto cessionario. La società veicolo che acquisisce il portafoglio di attività, si impegna inoltre ad emettere titoli (pass through certificates) rappresentativi del portafoglio dell'originator, con la conseguenza di trasferire sul mercato la titolarità dei crediti stessi e conferire agli investitori finali la proprietà pro quota di una porzione indivisa del portafoglio, che assume la forma di fondo comune di investimento e le cui quote sono rappresentate dai titoli emessi (ABS). Gli investitori vantano un diritto di proprietà sulla quota di portafoglio acquistata e non un diritto di credito nei confronti del cessionario. C'è, quindi, un passaggio di titolarità del portafoglio di assets dall'originator al veicolo e da quest'ultimo a una pluralità di investitori, facendo sì che i certificati pass-throughs non vengano, difatti, considerati come obbligazioni dell'originator e quindi che non compaiano più nel bilancio dello stesso.

Nel pay-through, i crediti sono ceduti dall'originator allo SPV il quale, diventando il legittimo proprietario, emette titoli di debito garantiti dallo stesso pacchetto di attività acquistato. Questo tipo di struttura operativa si differenzia quindi dal pass-through, in quanto gli attivi ceduti dall'originator non diventano, pro quota, ovvero di proprietà anche degli investitori ma restano nella titolarità dell'intermediario (SPV) che ha emesso i titoli rappresentativi, in capo agli investitori finali sussiste un diritto di credito in riferimento al prestito obbligazionario emesso dal SPV, l'originator anche in questo caso ha liberato il bilancio dalle classi di attivo selezionate.

La terza struttura di cartolarizzazione dei crediti è l'Asset-Backed Bond Structure. Anche in questo caso, i titoli emessi non conferiscono la proprietà pro quota sul portafoglio di investimento, bensì un diritto di credito nei confronti dello SPV emittente, il quale rimane quindi proprietario del portafoglio di assets acquistato. Un asset-backed bond rappresenta, infatti, un'obbligazione debitoria dell'emittente circoscritta peraltro al solo portafoglio posto

a garanzia di tale credito, cosicché è esclusa ogni pretesa ulteriore sul patrimonio dell'emittente. Si attua cioè una separazione dei patrimoni interna alla società

veicolo attraverso l'applicazione dell'autonomia patrimoniale che tenga distinti gli investimenti e tuteli le garanzie che su questi sussistono<sup>10</sup>.

### **1.3 I soggetti coinvolti**

Principali soggetti coinvolti in una operazione di cartolarizzazione sono:

- L'*Originator*
- L'*Arranger*
- Lo *Special Purpose Vehicle* (SPV)
- L'incaricato alla riscossione dei crediti (*servicer*)
- L'incaricato del classamento (società di *rating*)
- Gli investitori
- Eventuali fornitori di garanzie (*credit enhancement*)

#### **1.3.1 L'Originator**

Come illustrato in precedenza, l'azione dell'originator consiste nella selezione dei crediti registrati nel proprio bilancio e nella loro cessione a una società veicolo. Quest'ultima paga l'intero importo al momento della cessione o una parte iniziale con il saldo dopo il rimborso completo dei titoli emessi. L'originator seleziona gli attivi da cartolarizzare basandosi su criteri che rispecchiano gli obiettivi prefissati, come la struttura tecnica del finanziamento, il tipo di garanzia da attuare, l'ammontare del credito residuo, le caratteristiche dei debitori o la loro localizzazione geografica. Va considerato anche il costo, che varierà in base alla complessità dell'operazione e può essere suddiviso in:

Costi iniziali relativi alla creazione della struttura e all'avvio del processo, comprendenti spese legate alla selezione e all'analisi del portafoglio di attività da cedere, alla costituzione dello SPV, alle commissioni pagate ad altri partecipanti (agenzia di rating, organizzatore, servicer), alla comunicazione per il collocamento e la

quotazione delle ABS, e all'organizzazione dell'intera operazione.

Costi ricorrenti, di natura operativa, affrontati durante l'intero ciclo di vita dei titoli, riguardanti gli oneri di monitoraggio del portafoglio e le commissioni per alcuni partecipanti all'operazione.

---

### **1.3.2 L'Arranger**

Il facilitatore è un ente che offre consulenza all'ente che inizia il processo, potendo assumere la forma di una società finanziaria, una banca con funzioni di merchant bank, una SIM (società d'intermediazione mobiliare) o una società di consulenza finanziaria. Di norma, è un ente sottoposto a vigilanza. Il facilitatore propone al promotore una vasta gamma di soluzioni per la selezione del portafoglio, basate sull'analisi dei costi e benefici derivanti dall'operazione di cartolarizzazione. Oltre a questo, può essere coinvolto in altre attività connesse al processo di cartolarizzazione, come la commercializzazione sul mercato, la quotazione in borsa dei titoli e la loro sponsorizzazione, partecipando anche alla creazione di meccanismi di credit enhancement per adattare le caratteristiche dei titoli alle esigenze del mercato di emissione. È fondamentale che il facilitatore goda di una reputazione impeccabile per garantire la corretta strutturazione dell'operazione, soprattutto se si tratta di operare su mercati internazionali, conquistando così la fiducia degli investitori.

### **1.3.3 Special Purpose Vehicle (SPV)**

La SPV è quel veicolo finanziario utilizzato per determinare la concreta separazione patrimoniale tra attività cedute e patrimonio del cedente. I flussi derivanti dal portafoglio ceduto, verranno utilizzati solamente per ripagare capitale e interessi dell'emissione. Tale società si colloca nel mezzo tra la figura del soggetto cedente e l'investitore che va a sottoscrivere i titoli, in modo tale che il cedente non venga a rispondere di eventuali inadempienze da parte dei debitori sempre che la cessione avvenga pro soluto.

Le società veicolo sono società che presentano un capitale minimo e che dovrebbero essere soggette ad un rischio di fallimento molto basso.

Il ruolo delle SPV è cruciale in quanto:

- Consentono l'esternalizzazione dal bilancio del soggetto cedente delle attività cedute.
- Garantiscono la separazione patrimoniale tra le attività cedute e il patrimonio del cedente, assicurando l'indipendenza di tali attività dalle condizioni economiche del cedente.
- Proteggono gli investitori dal rischio imprenditoriale, esponendoli unicamente al rischio di insolvenza dei crediti.

#### **1.3.4 Il Servicer**

I crediti acquisiti dalla società per la cartolarizzazione costituiscono la fonte di flusso di cassa destinata ai sottoscrittori dei titoli emessi, sottolineando l'importanza dell'incarico di gestione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento. Le attività del gestore dei crediti comprendono: il recupero dei flussi monetari o dei crediti una volta maturati; l'avvio di eventuali azioni legali contro i debitori insolventi; il pagamento ai sottoscrittori delle ABS; la gestione della liquidità in eccesso e la fornitura di informazioni ai soggetti coinvolti. Svolge inoltre funzioni di garanzia, verificando la conformità alle leggi e al prospetto informativo delle transazioni nell'ambito dell'operazione per garantirne il successo. Questo ente è anche responsabile della redazione mensile e annuale di una relazione informativa sullo stato del portafoglio degli attivi ceduti, includendo informazioni sulla natura delle attività cedute, lo stato dei finanziamenti, le garanzie fornite e la situazione giuridica dei debitori ceduti. L'importanza delle attività svolte dal gestore dei crediti aumenta al diminuire della qualità dei crediti ceduti, e la commissione riconosciuta varia tra lo 0,6% e lo 0,8% del capitale residuo alle diverse scadenze.

### 1.3.5 La Società di rating

L'agenzia di valutazione ha il compito di valutare l'emissione dei titoli, analizzando la qualità delle attività sottostanti, l'entità delle garanzie associate ai titoli cartolarizzati, il livello di garanzie fornite dai debitori, la solvibilità di terze parti e la struttura giuridico-fiscale<sup>13</sup>. Le valutazioni di tali agenzie si traducono in giudizi di rating<sup>14</sup>, espressi in lettere o numeri e ordinati in una scala decrescente in base all'affidabilità dell'emittente o dello strumento. Un giudizio di "tripla A" (AAA, come utilizzato da Standard & Poor's e Aaa per Moody's), ad esempio, sarà associato a un emittente di elevata qualità, mentre un giudizio espresso con la lettera C identificherà emittenti di dubbia solidità e titoli ad alto rischio.

L'analisi effettuata da queste agenzie si concentra principalmente sulla robustezza della struttura dell'operazione, sulla qualità del portafoglio crediti e sui rischi ad essa connessi. La valutazione inizia con l'analisi delle performance del portafoglio ceduto, dove una valutazione più elevata dei titoli da emettere aumenta le probabilità di sottoscrizione da parte degli investitori.

Gli elementi principali considerati dalle agenzie di rating nell'esprimere il loro giudizio includono:

- Il portafoglio soggetto a cartolarizzazione, con particolare attenzione alla qualità degli attivi sottostanti e alla diversificazione del portafoglio crediti;
- La struttura dei flussi di cassa, esaminando sia i volumi che la presenza di eventuali forme di garanzia;
- Le controparti coinvolte, valutando l'affidabilità e la qualità dei vari soggetti coinvolti, dal servicer all'originator, fino ad altri garanti.

Il rating fornito da queste agenzie offre vantaggi sia agli investitori che agli emittenti. Per gli investitori semplifica le decisioni di investimento, fornendo un punto di riferimento per valutare il rendimento dei titoli e offrendo una valutazione indipendente sulla qualità del credito e sull'integrità strutturale dell'operazione<sup>15</sup>. Per gli emittenti, il rating contribuisce a instillare maggiore fiducia tra i sottoscrittori, poiché un giudizio positivo rappresenta una maggiore qualità dei titoli emessi. In definitiva, il rating diventa uno strumento per avvicinare emittenti e investitori, abbattendo o almeno limitando le barriere informative che solitamente li separano e rendono complesso per gli investitori prendere decisioni consapevoli.

### 1.3.6 Credit Enhancement

Le pratiche di miglioramento del credito servono a ridurre il divario tra la qualità del portafoglio e la propensione al rischio degli investitori, contribuendo così a migliorare il rating e a ridurre il tasso di emissione del prestito. Tali tecniche di miglioramento del credito possono includere<sup>16</sup>:

- Over-collateralization: emettere titoli A.B.S. per un importo complessivo inferiore al valore degli asset cartolarizzati;
- Costituzione di una riserva, formata dalla differenza tra il tasso sugli asset e il rendimento subordinato per gli investitori. In caso di insolvenze o ritardi nei flussi, l'SPV può attingere al fondo di garanzia;
- Emissione di tranche subordinate di titoli junior con rendimento e rischio maggiori, costituendo un cuscinetto di protezione per la tranche senior, che riceve i pagamenti in via prioritaria;
- Costituzione di garanzie da parte di soggetti di mercato a favore dei portatori dei titoli A.B.S.;
- Assicurazione delle performance da parte di compagnie assicurative per coprire il rischio di insolvenze superiori alle percentuali standard;

Costituzione di un deposito presso l'emittente di importo pari a una percentuale del prezzo del portafoglio crediti, con restituzione posticipata al pagamento dei detentori delle A.B.S.

- Il portafoglio soggetto a cartolarizzazione, con particolare attenzione alla qualità degli attivi sottostanti e alla diversificazione del portafoglio crediti;
- La struttura dei flussi di cassa, esaminando sia i volumi che la presenza di eventuali forme di garanzia;
- Le controparti coinvolte, valutando l'affidabilità e la qualità dei vari soggetti coinvolti, dal servicer all'originator, fino ad altri garanti.

Per coprire rischi specifici diversi dal rischio di credito, è possibile associare la tecnica di miglioramento del credito esterno più adatta, come nei casi indicati:

- Rischio di liquidità: costituzione di una riserva o presenza di un liquidity provider per coprire il disallineamento temporale tra incassi dai crediti ceduti e rimborsi agli ABS;
- Rischio di mercato: impiego di strumenti derivati come interest rate swap o currency swap per fronteggiare divari potenziali dei tassi di interesse o di cambio;
- Rischio di reinvestimento: stipula di contratti con istituti di credito per reinvestire somme riscosse in anticipo a un tasso prefissato e mitigare il rischio di rinegoziazione del debito;
- Rischio operativo: ricorso a un back-up servicer per garantire la continuità degli incassi e pagamenti in caso di insufficiente performance o fallimento del servicer originario.

#### **1.4 Benefici e rischi dell'operazione**

La cartolarizzazione, come detto in precedenza, consente agli intermediari di accedere a risorse finanziarie altrimenti non disponibili mediante lo smobilizzo di un *pool* di attività senza dover modificare il rapporto debito/equity (ovvero la leva finanziaria) che permette una preziosa possibilità, alle imprese di ridurre i rischi di *overinvestment* e *underinvestment*, presenti in un mercato caratterizzato da imperfezioni e asimmetrie informative.

Ampio è il ventaglio dei benefici che un intermediario finanziario ottiene una volta intrapreso l'operazione di cartolarizzazione, in quanto rappresenta una modalità alternativa di raccolta fondi. Essa permette alle banche di reperire fondi diversificati sul mercato dei capitali a costi inferiori, dal momento che i titoli emessi dallo SPV ottengono di norma un rating più elevato rispetto all'originator. Questo perché il giudizio di merito è indipendente



dalla condizione finanziaria di quest'ultima ed è fondato sulla performance del *pool* di attività sottostanti.

La liquidità raccolta mediante cartolarizzazione può essere:

- utilizzata per rimborsare i debiti e diminuire l'attivo complessivo dell'*originator*, al fine di ottenere un miglioramento del grado di indebitamento dell'emittente e, se la cartolarizzazione viene effettuata su *assets non performing*, un possibile incremento della redditività;
- reinvestita in attività meno rischiose, lasciando invariato il livello di indebitamento e riducendo la rischiosità dell'attivo dell'*originator*;
- investita in attività più rischiose, con l'obiettivo di aumentare la redditività della gestione

Nel miglioramento delle *performance* dell'*originator* in termini di redditività, si sposta l'ottica della generazione del reddito dai ricavi da interessi ai ricavi da commissioni che risultano più profittevoli.

In termini di strategie operative, la cartolarizzazione permette alle istituzioni finanziarie di esternalizzare, su base continuativa, le operazioni caratterizzate da svantaggi competitivi, quali appunto, la raccolta di fondi, mantenendo invece al proprio interno le attività a valore aggiunto come, la promozione e l'assistenza del debito, dove quest'ultimo dà la possibilità all'*originator* di ottenere reddito da commissioni. Inoltre, il capitale addizionale proveniente dalla cartolarizzazione può essere impiegato per obiettivi di espansione, ovvero per il rientro da posizioni di debito, che a loro volta possono portare alla generazione di margini<sup>17</sup>.

Spostando la nostra osservazione sui moventi economici che possono rendere conveniente la cartolarizzazione si può evidenziare come tale operazione porta ad un miglioramento degli indici di bilancio e, a sua volta, dei requisiti di capitale; l'allineamento tra scadenze dell'attivo e del passivo; alla stabilizzazione e la diversificazione delle fonti di provvista; e alla riduzione dei costi di *funding*<sup>18</sup>.

Dal punto di vista degli investitori finali i titoli emessi a fronte di un'operazione di cartolarizzazione possono offrire benefici in termini di:

- Miglior rendimento rispetto alle tradizionali forme di investimento, in quanto i titoli ABS valutate con tripla A offrono rendimenti superiori rispetto ad altri titoli come obbligazioni *corporate* o titoli di Stato a reddito fisso a parità di rischio e scadenza.
- adattabilità e flessibilità alle diverse esigenze finanziarie, perché viene offerta la possibilità di accedere a prodotti altamente personalizzati grazie all'ampia varietà di attivi sottostanti correlati alla possibilità di definire la scadenza, la struttura dei pagamenti e il rendimento dei titoli.
- diversificare il portafoglio, in quanto il mercato dei titoli ABS offre numerose configurazioni dal punto di vista delle strutture, dei rendimenti e delle scadenze; inoltre gli *assets* che garantiscono i titoli riflettono svariati comparti di attività economiche. Acquistando titoli ABS gli investitori ottengono pertanto un beneficio dal punto di vista della diversificazione del proprio portafoglio investimenti, poiché gli attivi ceduti rappresentano attività operative, settori economici, aree geografiche molto diverse tra loro e difficilmente combinabili volendo utilizzare modalità alternative
- riduzione dei rischi.

Tuttavia la *securitisation* può comportare anche numerosi effetti negativi che devono essere attentamente tenuti in considerazione prima di deciderne l'eventuale attuazione. In primo luogo il processo di cartolarizzazione impone il sostenimento di molteplici tipi di costo:

- Costi amministrativi, consistenti essenzialmente nelle commissioni di sottoscrizione e collocamento (*underwriting*) e nelle commissioni di amministrazione e gestione (*management*), derivanti perlopiù dalle spese di retribuzione del personale specializzato impiegato e dai costi associabili alla cessione degli attivi.
- Altri costi da emissione, relativi alle spese legali e contabili, alle commissioni dovute alle agenzie di rating e ai terzi prestatori di garanzie.
- Costi legati alla predisposizione di *credit enhancement* interno, poiché la prestazione di garanzie da parte dell'*originator* stesso è di solito proporzionale ad una certa percentuale delle perdite attese dagli attivi cartolarizzati. Di fatto però, questo costo verrà sostenuto solo in caso di effettivo verificarsi di perdite.

Per essere realmente consapevoli della convenienza di un'operazione di cartolarizzazione, è fondamentale identificare quali rischi essa comporta, collegati sia alla fase precedente la trasformazione dei crediti in titoli *ABS*, sia alle fasi successive al completamento della procedura<sup>19</sup>.

Partendo dal rischio di credito, che riguarda la possibilità da parte dei debitori di andare in *default*. Tale rischio nelle *ABS* risente, del rischio di correlazione degli attivi del portafoglio cartolarizzato con l'eventuale possibilità di avere dei fallimenti congiunti degli obbligati. Considerando, quindi, la distribuzione delle perdite del portafoglio di riferimento basata sul livello di correlazione, possiamo dire che di fronte ad elevati livelli di correlazione vi può essere una maggiore probabilità di *default* di tutti i debitori o di nessun debitore proprio perché vi è un'omogeneità del portafoglio. Al contrario, nel caso in cui vi siano bassi livelli di correlazione, ci sarà una distribuzione delle probabilità di *default* di tipo asimmetrico. Tale rischio, comunque sia, è possibile ridurlo facendo ricorso alla diversificazione dei crediti presenti nel portafoglio. Infatti introducendo attività non correlate con quelle del portafoglio si andrà a ridurre il rischio di credito insito nel stesso anche se non ridurrà il rischio sistematico. Il fatto di diversificare il portafoglio si pone in contrasto con il fatto di avere un portafoglio omogeneo dato che in tal caso è più semplice prevedere i flussi di cassa e tutte le varie analisi statistiche.

Un altro possibile rischio riguarda il dover subire perdite derivanti ad eventuali difetti del modello di valutazione utilizzato per stimare e gestire il rischio, oppure a errori nella determinazione dei parametri del modello (*model-risk*).

Ulteriore rischio è quello di liquidità che corrisponde all'impossibilità di vendita di un *ABS* in tempi brevi ad un prezzo equo e con bassi costi di transazione. A Tal proposito uno dei principali indicatori di misurazione del rischio di liquidità è lo spread *bid-ask* che indica la differenza tra il prezzo offerto (*bid*) e il prezzo richiesto (*ask*) praticato da un *dealer*. Tanto più maggiore sarà lo spread, tanto più aumenterà il rischio di liquidità dato che il prezzo *bid* è il prezzo al quale il *dealer* è disposto ad acquistare mentre il prezzo *ask* è il prezzo al quale è disposto a vendere.

Il ruolo e le attività dei soggetti partecipanti alla cartolarizzazione comportano inoltre, ulteriori rischi quali: rischio di insolvenza; rischi di conflitto di interesse e rischi operativi.

Per quanto riguarda il rischio di insolvenza, la solvibilità dei soggetti partecipanti riflette sul successo dell'operazione di cartolarizzazione. Il rischio di conflitti di interessi si

viene a presentare nel caso un soggetto svolga più funzioni. Un possibile conflitto di interessi si ha quando vengono prese decisioni sulla gestione dei crediti ceduti (*servicing*) da un soggetto diverso dagli investitori in ABS, in questo caso il *servicer* potrebbe agire in giudizio nei confronti dei debitori originari per il recupero delle somme dovute, affrontando dei costi che ricadranno su di esso. Quindi si viene a creare il conflitto di interesse perché il *servicer* non avvia azioni legali proprio per non sostenere tali costi, questo comporta tempi di recupero molto lunghi danneggiando gli investitori di ABS. Altri possibili conflitti di interesse possono aver luogo quando l'*originator* coincide con il *servicer*, quest'ultimo potrebbe valutare la convenienza economica delle azioni esecutive sui crediti tenendo presente la possibilità di riacquisto degli stessi crediti grazie a clausole di rimborso anticipato.

Parlando di rischio operativo invece, si presenta quando vi è una perdita a causa di un comportamento illecito o inappropriato da parte di un soggetto, carenze tecnologiche, errori o lacune nei fattori produttivi e fattori esterni.

Possono in fine presentarsi rischi di tipo legale e di tipo informativo, i primi ovvero i rischi legali, riguardano possibili violazioni o mancanze di conformità con le leggi, in riferimento alla documentazione dell'operazione di cartolarizzazione. Per non dover incorrere in questo tipo di problemi, che potrebbero compromettere l'intera operazione, solitamente si richiede la consulenza e l'esperienza in materia, di studi professionali esterni, il cui compito di revisione formale risulta fondamentale per il giudizio sul merito di credito delle *asset-backed securities*. Per quanto riguarda la cessione dei crediti allo SPV deve essere formalmente corretta, avvenire nella forma pro-soluto ed essere efficace verso i debitori; non devono esserci vizi formali o sostanziali come ad esempio l'*originator* non sia l'effettivo titolare dei crediti o la mancata esecuzione di tutte le procedure richieste dalla legge per far sì che un soggetto trasferisca un proprio diritto di credito; a seconda la struttura prescelta per l'operazione di cartolarizzazione, la possibilità di rischio di fallimento dell'*originator*, dei debitori ceduti, del *servicer* o dei soggetti garanti non devono compromettere legalmente il pagamento agli investitori dei titoli, né rendere nulla in maniera retroattiva la cessione degli *assets* o i rimborsi già avvenuti.

Per i rischi informativi assumono un ruolo di fondamentale importanza riguardo gli obblighi nei confronti della centrale dei rischi in materia di trasparenza informativa ai fini del collocamento delle ABS sul mercato finanziario. Affinché gli investitori possano prendere una decisione di investimento consapevole è necessaria, quindi, una informazione

tale in grado di assicurare una conoscenza adeguata anche delle strutture più complesse a prescindere dal mercato nel quale le ABS sono emesse.

Anche l'*originator* ha interesse nel tenere un alto livello di informazioni sul mercato per evitare di incorrere a rischi di reputazione, perché appunto se gli investitori rilevano un livello di rischio superiore a quello stimato ex ante registrando così delle perdite attese maggiori a quelle che avrebbero potuto sopportare, l'immagine dell'*originator* sul mercato sarebbe danneggiato.

Le informazioni devono essere presentate in modo chiaro e facilmente comprensibile anche da investitori non professionisti. Inoltre tale flusso di informazioni deve essere garantito sia in fase di sottoscrizione che in fase di negoziazione, ponendo in essere qualsiasi cambiamento che possa avere un impatto notevole sulla potenziale performance dei titoli. Proprio a causa della natura dell'operazione di cartolarizzazione, ossia della separazione tra l'*originator* e gli investitori finali, si tenderà a perdere informazioni lungo la catena dell'operazione.

Stabilire una misura ottimale di informazioni utili correlati ai diversi destinatari presenti in un operazione di cartolarizzazione è estremamente difficile, perché la produzione e comunicazione di una quantità di dati superiore al necessario non solo causa un danno agli investitori ma comporta costi ingiustificati per l'emittente.

## 1.5 Tipologie di cartolarizzazione

La classificazione delle operazioni di cartolarizzazione può essere operata riguardo alla loro struttura, quindi, si parla di: *pass through*, *pay through* e *Asset backed bond structure* (analizzati nei paragrafi precedenti).

Una seconda classificazione può essere compiuta in merito alla tipologia di titoli emessi (MBS, CDO, ABS) e quindi, a seconda degli attivi del sottostante. Partendo dalla prima tipologia di titoli, ovvero i *Mortgage-Backed Securities* (MBS), sono *assets* cartolarizzati, caratterizzati da mutui ipotecari, tali titoli vengono distinti in *Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS), riferite a mutui per l'acquisto di proprietà residenziali, e in *Commercial Mortgage-Backed Securities* (CMBS), legate a mutui per acquisto di immobili ad uso commerciale. A seconda del merito creditizio del debitore i mutui ipotecari rappresentanti il sottostante delle MBS possono essere di tipo *prime* o

*subprime*. Questa tipologia di attivi costituisce la classe che ha dato vita alla tecnica della cartolarizzazione negli anni Settanta e ancora oggi rappresenta il tipo di attività più utilizzato nelle operazioni di cartolarizzazione, benché negli anni successivi allo scoppio della crisi si sia progressivamente ridotto il volume generale di prodotti frutto della cartolarizzazione.

Passando alla seconda tipologia di titoli, i *Collateralized Debt Obligations* (CDO), sono titoli strutturati che hanno come garanzie collaterali portafogli di altri titoli strutturati e analogamente alle ABS, vengono emesse a *tranche* e collocate sul mercato. Nel caso delle CDO, si cerca di formare un *pool* di attività eterogenee sotto il profilo dell'emittente, del settore e delle aree geografiche con lo scopo di ottenere un beneficio di diversificazione e quindi di ridurre la volatilità dei rendimenti attesi. Le CDO caratterizzati da strutture più semplificate prendono il nome di *Plain Vanilla* CDO ed hanno come sottostante attivi non facenti parti delle cosiddette *Structured Finance Securities* (SFS).

Le CDO possono essere a loro volta classificate in diversi gruppi di attività, in base alla tipologia di titoli presenti nel *pool* sottostante, di conseguenza si distinguono in CBO (*Collateralized Bond Obligations*), con sottostante un portafoglio obbligazionario e le CMO (*Collateralized Mortgage Obligations*), in cui l'attività oggetto di cartolarizzazione è un portafoglio costituito da mutui ipotecari. A differenza delle MBS le CMO suddividono gli investitori in classi che vengono regolate diversamente per quanto riguarda l'attribuzione dei flussi di pagamento e sono contraddistinte da un diverso livello di rischio.

Esistono poi le CLO (*Collateralized Loan Obligations*), composti da un sottostante costituito da un *pool* di prestiti concessi dalle banche alle imprese<sup>20</sup>.

Con specifico riferimento ai CDO si possono individuare differenti modalità per strutturare questo tipo di titoli. Una prima distinzione può essere individuata in base alla gestione statica o dinamica del loro sottostante: nel caso di una gestione statica i *collateral* permangono all'interno del *pool* per tutto il periodo di vita della CDO, senza subire alcun tipo di modifica e gli investitori fronteggiano unicamente un rischio di credito sul debitore ceduto. Si parla in questo caso di *Cash Flow* CDO, dove il pagamento di interessi e il rimborso del capitale dipendono unicamente dai *cash-flow* provenienti dagli *assets* sottostanti. Passando al caso di portafoglio dinamico, invece, viene nominato un *asset manager* che gestisce in maniera attiva i titoli presenti nel *pool* e ha discrezionalità in

---

<sup>20</sup> Mazzucca M., *Securitization, CDO e covered bonds. Strumenti e tecniche di frontiera per le banche:*

termini di variazione della loro composizione (di conseguenza gli investitori sopportano anche il rischio legato alla gestione). Si parla in questo secondo caso di *Market Value CDO*, per le quali il pagamento di interessi e capitale è collegato al valore di mercato del *collateral* e dipende dai guadagni in conto capitale conseguibili tramite la sua negoziazione sul mercato operata dall'*asset manager*.

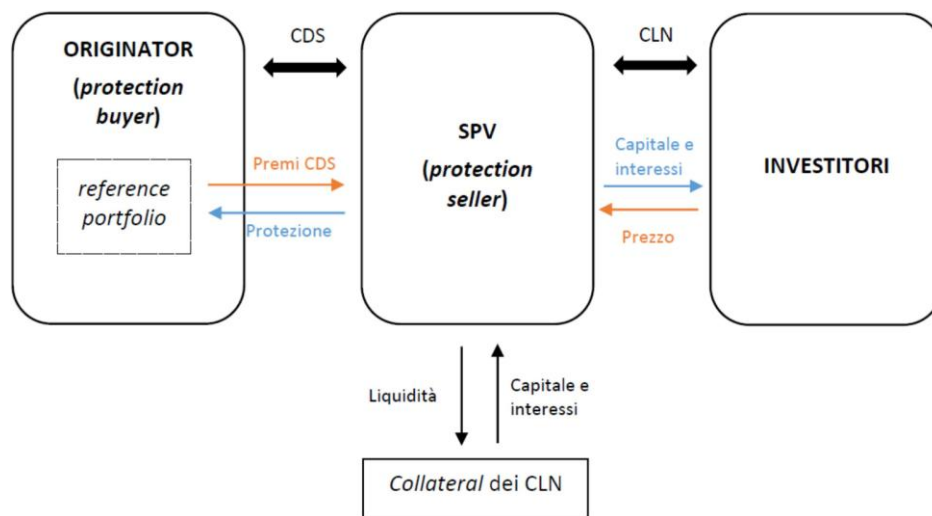
In fine prendendo in considerazione l'ultima categoria di titoli che comprende tutti quei titoli con garanzie collaterali diverse da quelle appena menzionate, in questo caso si parla degli ABS.

La particolarità che le distingue dalle emissioni obbligazionarie tradizionali consiste nella stretta correlazione esistente nella struttura dei pagamenti: infatti, le ABS vengono emesse con la clausola *limited recourse* (esigibilità limitata poiché non tutelate dal patrimonio dell'emittente, il quale è responsabile solo nei limiti del portafoglio cartolarizzato) che consente al veicolo di pagare gli interessi e rimborsare il capitale nella misura in cui si incassano i flussi finanziari dai crediti ceduti. Le ABS sono garantite da un *collateral* ampio ed omogeneo che tende da un lato a garantire la sincronizzazione delle scadenze e dall'altro ad assicurare una certa coerenza tra il profilo di rischio del *collateral* e quello delle ABS emesse.

Una particolare categoria di ABS sono le *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP), cioè titoli con scadenza a breve termine, garantite da un *collateral* a breve termine, ad esempio crediti commerciali (tipicamente a 90-180 giorni) iscritti nello stato patrimoniale dell'emittente. Nel caso specifico dell'Italia, Borsa Italiana ha imposto una serie di requisiti minimi che le ABS devono possedere perché ne sia possibile la quotazione. Tra i principali figurano: valore nominale residuo delle ABS almeno pari a 50 milioni di euro, adeguata diffusione presso il pubblico o presso gli investitori professionali in modo da garantire il regolare funzionamento del mercato e rating non inferiore a BBB-, ossia viene richiesto il rango di *investment grade*.

Altro criterio di differenziazione fra *securitisations* risiede nella meccanica dell'operazione, ovvero in merito al trasferimento delle attività da cartolarizzare. Le cartolarizzazioni *cash* sono quelle cui si è fatto riferimento fino a questo punto della trattazione, ovvero contraddistinte dalla cessione vera e propria dei titoli alla SPV, mentre le cartolarizzazioni sintetiche presuppongono che i crediti cartolarizzati rimangano nel portafoglio dell'originator, con il trasferimento del solo rischio di credito in esse incorporato. Per scindere il rischio di credito dalle corrispondenti attività si ricorre all'impiego di strumenti appositi, i c.d. derivati creditizi, che sono dei contratti che hanno

come sottostante il merito creditizio di un determinato emittente, precedentemente valutato da un'agenzia di rating, e che permettono dunque di proteggersi dal possibile verificarsi di un *credit event* futuro e incerto che minacci la solvibilità dell'emittente stesso. La struttura standard del contratto rappresentato come da Figura 1.2, prevede un *protection buyer* che intende acquistare protezione contro il rischio di credito di uno o più *assets* (denominati *reference obligation*), previo versamento di un premio al *protection seller*, che si impegnerà, a sua volta, ad effettuare alla controparte un pagamento determinato o determinabile al verificarsi del *credit event*. I derivati creditizi più diffusi comprendono: il Credit Default Swap (CDS), in cui i pagamenti a tasso fisso del *protection buyer* sono periodici contro il pagamento a bullet del *protection seller* al verificarsi dell'evento creditizio; i Credit Linked Note (CLN), titoli di credito emessi dal *protection buyer* e acquistati dal *protection seller* il cui rimborso a scadenza è condizionato dalla riduzione eventuale del valore della *reference obligation*, in caso di *credit event*; i *Total Return Swap* (TRS), in cui entrambi i pagamenti di *protection buyer* e *seller* sono periodici, calcolati sullo stesso capitale nozionale.



**Figura 1.2** prosetto di cartolarizzazione sintetica

Fonte: Battaglia F., *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, FrancoAngeli, Milano, 2015.

Le motivazioni economiche che spingono ad attuare queste operazioni sono bene diverse da quelle delle operazioni tradizionali, l'obiettivo principale non sarà generare liquidità ma quello di realizzare obiettivi di liberazione di capitale o più in generale utilizzarli come strumenti di *risk management*. Rispetto alle cartolarizzazioni classiche, le



operazioni sintetiche sono meno onerose e permettono di cartolarizzare anche gli attivi non cedibili, cosicché presentano una serie di vantaggi in ordine pratico ed economico.

Dal punto di vista operativo il trasferimento del solo rischio creditizio permette di superare i limiti, presenti in certi ordinamenti, connessi alla possibilità di trasferire la proprietà di certi *asset* che possono comportare l'impossibilità a realizzare l'operazione o complicazioni di ordine burocratico e quindi il sostenimento di maggiori costi venendo meno l'economicità dell'operazione.

Un aspetto positivo è riconducibile alla possibilità di non pregiudicare le relazioni con i clienti debitori, per i quali non avviene nessuna notifica dell'avvenuta cessione del rischio da essi originati, evitando così la possibilità di minare quel rapporto di fiducia banca/cliente.

Infine, le strutture sintetiche permettono l'ottimizzazione del profilo di rischio del proprio portafoglio e permettono anche di acquisire esposizioni creditizie nei confronti di soggetti con i quali non sono intrattenute relazioni di clientela.

Un'ultima tipologia di cartolarizzazione, riguarda quelle costituite da una doppia garanzia. L'originator emette direttamente le obbligazioni nei confronti degli investitori, questa caratteristica consente agli obbligazionisti di avere un doppio livello di protezione, uno relativo agli *asset* oggetto della cessione e uno relativo all'intero patrimonio dell'*originator*<sup>21</sup>.

Vi sono due ipotesi di struttura per questo tipo di cartolarizzazione:

- la prima è definita *on-balance sheet structure* e prevede che la banca emittente dei *bond*, isolando una parte del suo attivo a garanzia dell'emissione stessa, così in caso di *default* i possessori dei titoli hanno la possibilità di rivalersi sul suo intero patrimonio e sull'attivo segregato nei confronti del quale possono godere del privilegio di prelazione rispetto agli altri creditori.
- La seconda struttura è detta *off-balance sheet* e prevede la presenza di un'entità separata, la SPV, verso cui far confluire i crediti segregati.

I principali benefici di una struttura a doppia garanzia, per gli investitori, riguarda il fatto che essi non siano direttamente esposti alle vicende del *pool* di *asset* segregato finché l'*originator* non diventi insolvente. Un classico esempio di strumento cartolarizzato *dual-recourse* è rappresentato dai *covered bond*.

---

<sup>21</sup> Battaglia F., *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, FrancoAngeli, Milano, 2015.

## CAPITOLO 2

### IL CONTESTO ITALIANO

#### 2.1 La cartolarizzazione in Italia

Prima dell'entrata in vigore della L. n 130/99, le operazioni di cartolarizzazione erano caratterizzate da complesse architetture contrattuali e dall'intervento di soggetti giuridici di diritto estero, con finalità volte alla separazione della fase di acquisizione dei crediti da parte della società veicolo e da quella di emissione dei titoli, per poter superare quelli che erano i principali ostacoli posti dalla normativa italiana all'epoca vigente.

Numerose imprese operanti nel settore bancario ma anche nei settori industriali e commerciali, possedevano nel portafoglio una serie di crediti diversificati per natura, scadenza e qualità, che costituivano un patrimonio suscettibile di svariate destinazioni nell'ambito della gestione dell'attività d'impresa. Il titolare di un simile patrimonio poteva ad esempio: procedere all'incasso degli stessi rispettando le scadenze di volta in volta pattuite ed assumendosi il rischio del recupero di quelli problematici (crediti in sofferenza); cedere tutti o in parte tali crediti a società di *factoring* che, in base alle legge del 21 febbraio 1991 n. 52, potevano acquistare gli stessi pro-soluto o pro-solvendo; cedere uno o più di detti crediti ai sensi dell'art. 1260 del c.c.<sup>22</sup>; scontarli ai sensi dell'art 1859 del c.c.<sup>23</sup>; o cedere il portafoglio di crediti ai sensi dell'art 58 del T.U.B.<sup>24</sup> (Testo Unico Bancario)

---

<sup>22</sup> Art. 1260 - Il creditore può trasferire a titolo oneroso o gratuito il suo credito, anche senza il consenso del debitore, purché il credito non abbia carattere strettamente personale o il trasferimento non sia vietato dalla legge.

<sup>23</sup> Art. 1859 - Se lo sconto avviene mediante girata di cambiale o di assegno bancario, la banca, nel caso di mancato pagamento, oltre ai diritti derivanti dal titolo, ha anche il diritto alla restituzione della somma anticipata

<sup>24</sup> La Banca d'Italia emana istruzioni per la cessione a banche di aziende, di rami d'azienda, di beni e rapporti giuridici individuabili in blocco. Le istruzioni possono prevedere che le operazioni di maggiore rilevanza siano sottoposte ad autorizzazione della Banca d'Italia.

La banca cessionaria dà notizia dell'avvenuta cessione mediante iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana. La Banca d'Italia può stabilire forme integrative di pubblicità.

I privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente, nonché le trascrizioni nei pubblici registri degli atti di acquisto dei beni oggetto di locazione finanziaria compresi nella cessione conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione. Restano altresì applicabili le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti.

con i benefici derivanti dalla possibilità di notificare la cessione mediante la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale e di conservare privilegi e garanzie.

Con il passare del tempo, a fronte di mutate esigenze e di proposte di operazioni provenienti dal mondo internazionale della finanza, il sistema economico italiano ebbe modo di venire a conoscenza di una nuova tecnica di circolazione dei crediti (lo smobilizzo), operazione di cartolarizzazione già ampiamente diffusa nei paesi anglosassoni. Queste operazioni, attraverso l'emissione di strumenti finanziari e l'utilizzo di tecniche volte ad isolare i crediti ceduti in modo d'assicurare che i flussi finanziari che si generano vengano destinati alla remunerazione ed al rimborso dei titoli, consentono di ridurre, per i prenditori degli strumenti finanziari emessi nell'ambito di tali operazioni, oltre che l'opponibilità di eccezioni basate sul rapporto tra il cedente e il cessionario, anche il rischio di veder confusi i crediti stessi con il patrimonio della società cessionaria.

Tali operazioni di cartolarizzazione sono state, fino all'entrata in vigore della legge n.130/99, attuate all'estero in ragione ai vincoli relativi alla fase di emissione dei titoli necessari a finanziare l'operazione, alla mancanza di idonee disposizioni riguardanti la separazione del patrimonio crediti da smobilizzare rispetto alle rimanenti attività del cessionario, ad una normativa fallimentare piuttosto rigida e ad ostacoli di natura fiscale<sup>25</sup>.

In altre parole, in Italia il procedimento di cartolarizzazione si scontrava con problemi di carattere legale soprattutto nella fase di emissione dei valori mobiliari, per effetto della normativa civilistica che impone uno stretto rapporto tra i titoli di natura obbligazionaria emessi e il patrimonio della società art. 2410 c.c.<sup>26</sup>, in cui si dispone che il valore delle

---

Nei confronti dei debitori ceduti gli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2 producono gli effetti indicati dall'art. 1264 del codice civile.

I creditori ceduti hanno facoltà, entro tre mesi dagli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2, di esigere dal cedente o dal cessionario l'adempimento delle obbligazioni oggetto di cessione. Trascorso il termine di tre mesi, il cessionario risponde in via esclusiva.

Coloro che sono parte dei contratti ceduti possono recedere dal contratto entro tre mesi dagli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2 se sussiste una giusta causa, salvo in questo caso la responsabilità del cedente.

Le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle cessioni in favore dei soggetti, diversi dalle banche, inclusi nell'ambito della vigilanza consolidata ai sensi degli articoli 65 e 109 e in favore degli intermediari finanziari previsti dall'articolo 106.

<sup>25</sup> Modulo, F., Zaccagnini C. *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti. Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, 73.

<sup>26</sup> Attualmente l'art. 2412 cc prevede un limite all'emissione pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Esso può essere superato nel caso di obbligazioni destinate alla sottoscrizione da parte di investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale e non trova applicazione per le emissioni da parte di società con azioni quotate nei mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni quotate nei mercati medesimi o in altri mercati regolamentati.

obbligazioni emesse non può essere superiore al capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato, prevedendo che tale soglia possa essere superata in presenza di particolari garanzie. Nonostante una delibera del CICR<sup>27</sup> avesse elevato tale limite sino all'ammontare del capitale versato e delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato, per le società con titoli negoziati in un mercato regolamentato e per le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale dell'art. 107 del T.U.B., la norma corollario del principio generale sancito dall'art. 2740 del c.c.<sup>28</sup> risultava inadeguata per le necessità di un'operazione di cartolarizzazione<sup>29</sup>.

Nel nostro ordinamento, infatti, il patrimonio del soggetto emittente assume una funzione di garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi. Per tale motivo l'S.P.V. emittente si sarebbe dovuta dotare di ingenti mezzi patrimoniali, che avrebbero reso l'operazione di *securitization* antieconomica e non competitiva.

Per quanto riguarda la tutela dei portatori dei titoli, essa è assicurata dal processo di segregazione degli attivi sui quali vengono emessi gli A.B.S.. Questo processo assicura che: l'S.P.V. non abbia alcuna capacità di attività autonoma che possa pregiudicare i creditori (i quali possono rivalersi solo sugli attivi oggetto di cartolarizzazione); gli investitori non

---

È una norma prudenziale piuttosto severa, in vigore dal 1 gennaio 2004, in sostituzione dell'ancora più restrittivo art.2410 cc che disponeva:

La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato. Tale somma può essere superata:

1) quando le obbligazioni sono garantite da ipoteca su immobili di proprietà sociale, sino a due terzi del valore di questi;

2) quando l'eccedenza dell'importo delle obbligazioni rispetto al capitale versato è garantita da titoli nominativi emessi o garantiti dallo Stato, aventi scadenza non anteriore a quella delle obbligazioni, ovvero da equivalente credito di annualità o sovvenzioni a carico dello Stato o di enti pubblici. I titoli devono rimanere depositati e le annualità o sovvenzioni devono essere vincolate presso un istituto di credito, per la parte necessaria a garantire il pagamento degli interessi e l'ammortamento delle relative obbligazioni, fino all'estinzione delle obbligazioni emesse.

Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata, con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni, anche senza le garanzie previste nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società.

<sup>27</sup> *Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio*. Organo collegiale del Governo italiano istituito nel 1947, composto dal Ministro dell'economia e delle finanze, che lo presiede, dal ministro delle attività produttive, dal ministro per le politiche agricole e forestali, dal ministro dell'ambiente e della tutela del territorio. Il CICR è l'autorità creditizia con compiti di alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio, di esercizio della funzione creditizia e in materia valutaria. Esso delibera, di fatto sulla base delle proposte dalla Banca d'Italia, sulle misure di politica monetaria e creditizia necessarie per realizzare gli obiettivi di politica economica del Governo

<sup>28</sup> Art. 2740. Responsabilità patrimoniale

Il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri.

Le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge.

<sup>29</sup> Cuccovillo, F., Messina, P. *Le operazioni strutturate su crediti*. Maggioli Editore, 2012.

possano avere alcuna pretesa nei confronti del *SPV* né dell'*originator* in quanto i titoli vengono emessi con la clausola "*limited recourse*".

I vincoli normativi sopra accennati hanno portato alla necessità di separare il processo di *securitization* attraverso la costituzione di due *S.P.V.*, entrambe indipendenti dall'*originator*:

- un *S.P.V.* che acquisti pro-soluto il portafoglio crediti ceduto dall'*originator* e che, in quanto cessionario di crediti d'impresa, sia qualificata come società di *factoring* di diritto italiano (primo *Vehicle*);
- un *S.P.V.* (secondo *Vehicle*) identificato da un gruppo estero "*off-shore*" il quale da un lato effettui l'emissione delle *Asset Backed Securities*, dall'altro eroghi al primo *S.P.V.* italiano un finanziamento rimborsabile secondo i flussi finanziari derivanti dal portafoglio crediti; nel suo attivo figura, pertanto, una attività che "replica", quanto ai flussi generati e grado di rischiosità, il portafoglio crediti di proprietà dell'*S.P.V.* italiano<sup>30</sup>.

Focalizzandoci sugli aspetti di carattere informativo, va segnalato che la cartolarizzazione esige la disponibilità di dati in dettaglio, per le varie tipologie di credito e le diverse disaggregazioni territoriali, sulla base delle quali si possano formulare stime sulla probabilità di insolvenza, nonché sulla proporzione dei crediti recuperabile e sui tempi con i quali tale recupero potrà essere completato. In assenza di informazioni adeguate, le banche di investimento e le agenzie di *rating* tendono ad adottare criteri ancor più conservatori riguardo alla stima delle probabilità di insolvenza e dei costi di recupero, che si traducono in costi aggiuntivi per il *credit enhancement* richiesto ovvero conducono a *ratings* più bassi, innalzando il costo dei fondi per lo *SPV*. Dunque, anche la raccolta sistematica di informazioni dettagliate appare un fattore cruciale per lo sviluppo della cartolarizzazione dei crediti<sup>31</sup>.

Il 29 maggio 1999 è entrata in vigore in Italia la legge 30 aprile 1999 n. 130 recante «*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*». Con tale legge il Legislatore ha dato riconoscimento normativo alle operazioni di cartolarizzazione, colmando una lacuna del sistema giuridico italiano ed eliminando gli impedimenti normativi, civili e fiscali, che

---

<sup>30</sup> Carnovale V. [http://www.tuttalafinanza.it/joomla/contents/La\\_Cartolarizzazione\\_dei\\_crediti](http://www.tuttalafinanza.it/joomla/contents/La_Cartolarizzazione_dei_crediti).

<sup>31</sup> Ferri, G. *Cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese Italiane. Studi e note di economia*, 1998

avevano reso, in sua assenza, complicato ed oneroso la realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione in Italia.

Il testo della legge sulla cartolarizzazione dei crediti non disciplina nei dettagli le operazioni di cartolarizzazione, ma si limita a fissarne le caratteristiche principali e a prevedere opportune deroghe ai principi generali che si oppongono al raggiungimento del buon fine dell'operazione e che, in loro assenza, renderebbero il nostro ordinamento non competitivo sulla scena internazionale. Il Legislatore ha voluto lasciare ampio spazio all'autonomia contrattuale degli operatori economici, in quanto, se da un lato una minuziosa regolamentazione comporta una maggiore certezza di diritto, dall'altro costringe gli agenti a rigidi schemi che mal si adattano all'esigenza di dinamicità tipiche dei mercati finanziari.

Di grande rilevanza per lo sviluppo della tecnica di cartolarizzazione in Italia è stata la creazione di un nuovo segmento, da parte della Borsa Italiana Spa, dedicato agli scambi di ABS, euroobbligazioni e obbligazioni di emittenti esteri. La costituzione dell'Euromot (segmento del MOT, mercato telematico dei titoli di stato e delle obbligazioni, su cui vengono trattate le ABS) costituisce un passo avanti verso la diffusione delle *asset-backed-securities* anche tra i piccoli investitori italiani.

La diffusione della cartolarizzazione ha favorito lo sviluppo dei mercati finanziari, da una parte, trasformando attività liquide poste dell'attivo delle banche o delle imprese finora alquanto illiquide, da un'altra parte, diffondendo l'abitudine a confrontarsi e richiedere il ricorso a criteri di valutazioni oggettivi, quali il *rating*. Ciò stimolerebbe la produzione e il rilascio di informazioni da parte delle banche e delle imprese, accrescendone la consuetudine con i mercati finanziari. Quindi, la cartolarizzazione costituisce un passaggio intermedio adeguato a favorire l'accesso diretto degli operatori a tutti i segmenti del mercato finanziario, incluso quello del capitale di rischio<sup>32</sup>.

Con l'approvazione della Legge 130/99 il volume di emissioni è cresciuto fortemente, registrando un complessivo +298% nel triennio 1999-2001, con la maggior crescita segnata tra 2000 e 2001 (+181%) e conducendo il mercato italiano delle cartolarizzazioni ad essere il secondo in Europa per importi emessi nel 2001, subito dopo quello britannico. Tale crescita fu certamente incoraggiata dall'aumento dei volumi degli impieghi (prevalentemente mutui, leasing e credito al consumo) e, dunque, dalla crescente esigenza

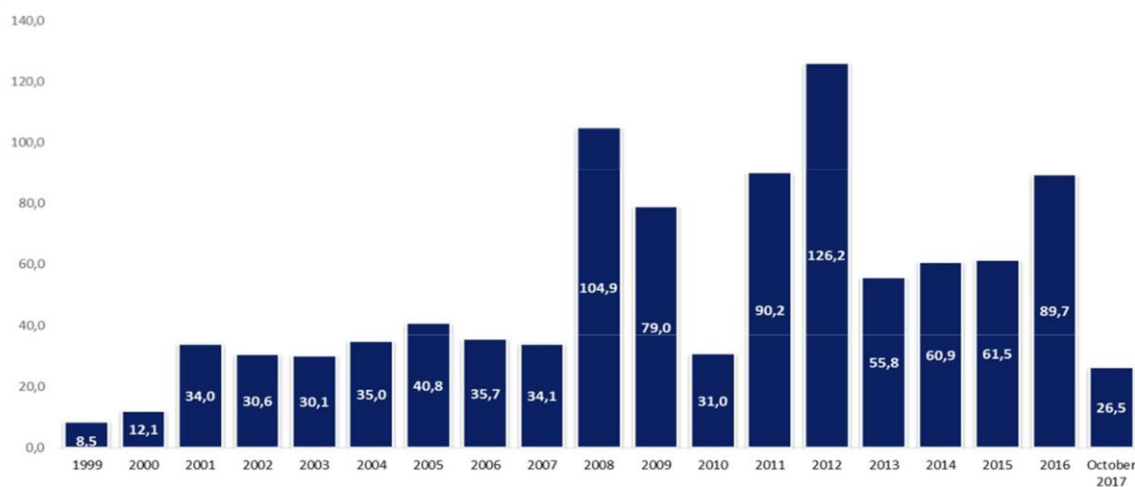
---

<sup>32</sup> Ferri, G. Cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese Italiane. *Studi e note di economia*, 1998.

di politiche di raccolta alternative da parte delle istituzioni finanziarie italiane senza dover ricorrere a complesse strutture che facessero riferimento a giurisdizioni diverse. In linea con le dinamiche europee del settore, l'aumento tendenziale del volume delle emissioni di ABS si mantenne sostenuto fino al 2008, anno in cui si registrò il picco pari a circa 104 miliardi di euro di emissioni (+208% rispetto all'anno precedente), in larga parte rappresentate dalle auto-cartolarizzazioni a scopo di rifinanziamento presso la BCE.

Successivamente, si verificò una drastica inversione di tendenza causata dalle grosse turbolenze sui mercati finanziari, sebbene l'Italia non fosse stata colpita in prima persona nel fenomeno dei mutui *subprime*, risentì della congiuntura negativa internazionale a livello finanziario. Negli anni più recenti l'andamento dei volumi di cartolarizzazioni effettuate appare piuttosto altalenante, come si vede nella Figura 2.1, segnale che lo scenario che le banche italiane si trovano di fronte è piuttosto incerto e caratterizzato da rilevanti criticità consistenti, in modo particolare, nella crescita economica praticamente azzerata, nella serie di insolvenze di imprese e privati che provocano un incremento del costo del rischio di credito e nell'impatto delle nuove regole previste da Basilea 3, sia in termini di maggiori costi da sostenere, sia in termini di ridefinizione dei coefficienti e della composizione del capitale. Tuttavia, in un recente intervento, il ministro dell'Economia e delle Finanze ha auspicato una rivitalizzazione delle cartolarizzazioni in Italia, per sostenere il credito all'economia, soprattutto nei confronti delle piccole-medie imprese, affiancando un opportuno supporto regolamentare e governativo.

**Volumi di emissioni in Italia nel periodo dal 1999 ad Ottobre 2017**



**Figura 2.1 Volumi di emissioni in Italia nel periodo dal 1999 ad Ottobre 2017**

Fonte: Elaborazione AIAF su dati securitization.it, valori in miliardi di euro

## 2.2 Il contesto normativo italiano: la legge 130/1999

La Legge n.130 “Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti” del 30 aprile 1999, entrata in vigore il 29 maggio dello stesso anno, è il risultato del provvedimento governativo proposto il 7 luglio 1998 dall’Onorevole Ciampi (allora Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica). Questa legge non ci permette di individuare, eventualmente una minuziosa definizione di cartolarizzazione, ma va a cercare di regolamentare tutta quella che è l’operatività di tale “mezzo di finanziamento”.

La Legge 130/99 si compone di 7 articoli con i quali vengono definiti: l’ambito di applicazione e definizioni, la struttura dell’operazione, le società per la cartolarizzazione dei crediti, le modalità ed efficacia della cessione, l’ambito d’applicazione dei titoli emessi a fronte dei crediti acquistati, le disposizioni fiscali e di bilancio, la compatibilità con altre operazioni a cui si aggiunge l’Art.7 bis sulle obbligazioni bancarie garantite.

Partendo dal contenuto dell’art. 1, esso stabilisce l’ambito dell’applicazione della legge riguardo le operazioni di cartolarizzazione mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco<sup>33</sup> se si tratta di una pluralità di crediti. La previsione dell’applicazione ai soli crediti pecuniari potrebbe sembrare limitativa, pertanto, considerato che tali crediti possono essere anche non ancora esistenti, il campo di applicazione si amplia, potendo ricomprendere molte delle fattispecie di cartolarizzazione già realizzate in Italia e all’estero aventi oggetti non comuni (diritti cinematografici, immobili dati in affitto, ecc.). Non è invece applicabile ad alcune fattispecie, quali le “sintetic securitization” che si realizzano attraverso la cessione del solo rischio creditizio utilizzando strumenti derivati (credit default swap).

Per quanto concerne il riferimento ai “crediti futuri”, questi sono sicuramente quelli non ancora sorti ma derivanti da un rapporto contrattuale già esistente che esplicherà i suoi effetti in futuro, in quanto sono note le condizioni contrattuali circa i modi e i tempi dei pagamenti. Rimane dubbia invece la riconducibilità nei crediti futuri di quei crediti per i quali non vi sia ancora un rapporto contrattuale, ma soltanto una aspettativa che si basa su stime storico statistiche.

Dato che le cartolarizzazioni sono operazioni che consentono l’emissione di strumenti finanziari con caratteristiche legate ai flussi finanziari derivanti da crediti connessi a precisi

---

<sup>33</sup> “ ai sensi dell’art. 58 del T.U.B. il quale dispone l’opponibilità della cessione dei crediti ai terzi senza bisogno della notificazione ai sensi dell’art. 1264 c.c., conservando tutte le garanzie ed i privilegi dati a terze parti” Modulo, F.-Zaccagnini C. Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti. *Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, 73. P.79



rapporti giuridici, è stato così necessario definire le caratteristiche della società cessionaria e garantire che i flussi finanziari relativi ai crediti ceduti siano destinati in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati negli strumenti finanziari emessi nell'ambito dell'operazione. Pertanto, l' art.1 stabilisce poi *a)* il cessionario o la società emittente, se diversa dalla società cessionaria, sia una società prevista dall'art.3<sup>34</sup>, *b)* le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione. Tale disposizione ponendo simili requisiti mira a facilitare il successo dell'operazione.

L'art. 2 prosegue prevedendo l'obbligo per la società cessionaria o emittente (se diversa dalla cessionaria) di redigere un prospetto informativo fissandone il contenuto minimo nel caso in cui i titoli oggetto dell'operazione di cartolarizzazione siano offerti ad investitori professionali. Tale documento ha la funzione di garantire la trasparenza e l'informativa relativamente ai rapporti giuridici ed economici sottostanti alla cartolarizzazione dei crediti, costituisce un aspetto significativo della tutela degli investitori finali e disciplina le indicazioni da riportare nel caso in cui i titoli in oggetto dell'operazione di cartolarizzazione siano offerti ad investitori professionali.

Il prospetto deve fornire indicazioni in merito ai soggetti che partecipano all'operazione in particolare con riferimento: al cedente, alla società cessionaria, ai soggetti incaricati di curare l'emissione e il collocamento dei titoli, la riscossione dei crediti ceduti e i servizi di cassa e di pagamento, ed infine fornire eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria<sup>35</sup>.

Nel caso in cui l'offerta di collocamento sia rivolta al pubblico<sup>36</sup>, l'operazione dovrà esser sottoposta a valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi (società di *rating*) e dovranno esser altresì osservati gli adempimenti prescritti dagli artt. 94 e ss. del T.U.F. (Testo Unico Finanziario)<sup>37</sup> i quali fissano linee generali in ordine alle informazioni

---

<sup>34</sup> Società speciale, destinata, in via esclusiva al compimento di operazioni di cartolarizzazione nella veste di acquirente ed eventualmente emittente di titoli.

<sup>35</sup> V. art. 2, com. 3, legge n. 130/99.

<sup>36</sup> V. art. 2, com. 4, legge n. 130/99.

<sup>37</sup> Sezione I Offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di Oicr aperti Art. 94 (Prospetto d'offerta)

che il prospetto deve contenere e l'approvazione del suddetto da parte della Consob che con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, stabilisce i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra

---

1. Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro d'origine e per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob. Nel caso di offerta al pubblico di quote o azioni di Oicr chiusi per le quali l'Italia è lo Stato membro d'origine, il prospetto è pubblicato quando si è conclusa la procedura prevista dall'articolo 43 o dall'articolo 44 e dalle relative disposizioni di attuazione. [...]

Art. 94 bis (Approvazione del prospetto)

1. Ai fini dell'approvazione, la Consob verifica la completezza del prospetto ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite.[...]

Art. 95 (disposizioni di attuazione)

1. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente Sezione anche differenziate in relazione alle caratteristiche dei prodotti finanziari, degli emittenti e dei mercati. Il regolamento stabilisce in particolare: a) il contenuto della comunicazione alla Consob, le modalità e i termini per la pubblicazione del prospetto e dell'avviso nonché per l'aggiornamento del prospetto, conformemente alle disposizioni comunitarie; b) il contenuto del prospetto nei casi consentiti dalla normativa comunitaria; c) le modalità da osservare per diffondere notizie, per svolgere indagini di mercato ovvero per raccogliere intenzioni di acquisto o di sottoscrizione; d) le modalità di svolgimento dell'offerta anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari; e) la lingua da utilizzare nel prospetto; f) le condizioni per il trasferimento dell'approvazione di un prospetto all'autorità competente di un altro Stato membro; f-bis) le procedure organizzative e decisionali interne per l'adozione dell'atto finale di approvazione del prospetto, anche mediante attribuzione della competenza a personale con qualifica dirigenziale.[...]

Art. 95 bis (Revoca all'acquisto o alla sottoscrizione)

1. Ove il prospetto non indichi le condizioni o i criteri in base ai quali il prezzo di offerta definitivo e la quantità dei prodotti da offrirsi al pubblico sono determinati o, nel caso del prezzo, il prezzo massimo, l'accettazione dell'acquisto o della sottoscrizione di prodotti finanziari può essere revocata entro il termine indicato nel prospetto e comunque entro un termine non inferiore a due giorni lavorativi calcolati a decorrere dal momento in cui vengono depositati il prezzo d'offerta definitivo e la quantità dei prodotti finanziari offerti al pubblico.[...]

Art. 96 (bilanci dell'emittente)

1. L'ultimo bilancio e il bilancio consolidato eventualmente redatto dall'emittente sono corredati delle relazioni di revisione nelle quali un revisore legale o una società di revisione legale iscritti nel registro tenuto dal Ministero dell'economia e delle finanze esprimono il proprio giudizio. L'offerta avente ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari non può essere effettuata se il revisore legale o la società di revisione legale hanno espresso un giudizio negativo ovvero si sono dichiarati impossibilitati ad esprimere un giudizio.

Art. 97 ( Obblighi informativi)

1. Fermo quanto previsto dal Titolo III, Capo I, agli emittenti, agli offerenti, ai revisori contabili e ai componenti degli organi sociali degli emittenti e degli offerenti, nonché agli intermediari incaricati del collocamento si applicano, in relazione all'offerta, l'articolo 114, commi 5 e 6 e l'articolo 115 dalla data della comunicazione prevista dall'articolo 94, comma 1.[...]

Art. 98 ( Validità comunitaria del prospetto)

1. Il prospetto nonché gli eventuali supplementi approvati dalla Consob sono validi ai fini dell'offerta degli strumenti finanziari comunitari negli altri Stati membri della UE. A tal fine la Consob effettua la notifica secondo la procedura prevista dalle disposizioni dell'Unione europea [...].

questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria<sup>38</sup>.

Proseguendo, l'art. 3 detta i requisiti necessari affinché la società cessionaria o la società che emette i titoli, se diversa dalla cessionaria, possano svolgere l'operazione di cartolarizzazione, quindi, nel primo comma si evince che tali società devono avere come oggetto sociale esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. La medesima disposizione prevede che, a differenza di quanto avviene nel mondo anglosassone, la società di cartolarizzazione dei crediti possa svolgere più operazioni contemporaneamente, si è così prevista la c.d. società di cartolarizzazione multi-comparto dove sia garantita un'adeguata separatezza tra gli interessi dei prenditori dei titoli relativi a ciascuna distinta operazione ed una gestione separata dei flussi finanziari relativa a ciascuna di dette operazioni.

Questa scelta è stata dettata dall'esigenza di non appesantire i tempi e i costi di ciascuna operazione<sup>39</sup>, parte della dottrina però avanzò delle critiche in quanto, il consentire alla società cessionaria o alla società emittente titoli di realizzare più operazioni di cartolarizzazione, esporrebbe gli investitori al rischio di insolvenza della società stessa pregiudicando i loro interessi, quindi, a tal proposito la disposizione dettata dal secondo comma dello stesso articolo stabilisce che i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi. Inoltre, l'aver previsto la società di cartolarizzazione multi-comparto comporta una maggiore esigenza e trasparenza delle operazioni e di preciso rispetto delle procedure

---

<sup>38</sup> Regolamento emanato con delibera Consob n. 12175 del 2 novembre 1999, gli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione siano società dotate di personale competente e di apposite procedure e supporti tecnici. Inoltre è stabilito che detta valutazione deve essere effettuata da soggetti indipendenti rispetto a quelli che partecipano all'operazione ( soggetto cedente, la società per la cartolarizzazione dei crediti, soggetti incaricati alla riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e gli altri soggetti che eventualmente partecipano all'operazione a garanzia del pagamento dei debiti ceduti). In particolare ai sensi dell'art.3 della delibera n. 12175/99 la valutazione non può essere effettuata da operatori che « a) controllano o sono controllati da uno dei soggetti che partecipano all'operazione; b) sono controllati dal medesimo soggetto che controlla uno dei soggetti che partecipano all'operazione; c) sono collegati ad uno dei detti soggetti».

<sup>39</sup> “ In riferimento agli elevati costi di costituzione, scioglimento, liquidazione e cancellazione dal registro delle imprese di una società di capitali, che simili procedure comportano nell'ordinamento italiano. Un altro fattore che ha sicuramente influenzato tale scelta normativa è costituito da tempi tecnici necessari per lo svolgimento di tali procedure nettamente superiori rispetto a quelli richiesti in altri paesi” Pardolesi R., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130, Quaderni di giur. Comm.* 196 Giuffrè, Milano, 1999. p. 80

dirette ad assicurare l'effettiva segregazione dei patrimoni al fine di garantire un'adeguata tutela degli investitori.

L'articolo termina richiamando l'applicabilità per le società cessionarie o emittenti di titoli nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, contenute nel titolo V art. 106 del T.U.B.<sup>40</sup>, che prevede oltre all'iscrizione di tali soggetti in un apposito elenco presso l'ufficio italiano Cambi e nell'elenco speciale presso la Banca d'Italia, il rispetto di precisi requisiti d'onorabilità dai partecipanti del capitale, di professionalità e di onorabilità degli esponenti aziendali ed infine di comunicazione.

Tema altrettanto discusso è l'opponibilità della cessione ai debitori cedenti (e ai terzi) che nella prassi civilistica italiana individua nella notifica al debitore ceduto un elemento essenziale per l'opponibilità della cessione art. 1264 c.c.. Nell'ambito di operazioni di *securitisation* risulta molto problematico effettuare la notifica alla pluralità di debitori che normalmente vengono ceduti, così la legge n. 130/99, all'art. 4, comma 1, risolve prevedendo per le cessioni di crediti in operazioni di cartolarizzazione l'applicazione delle disposizioni contenute nell'art. 58, commi 2, 3 e 4 del TUB. In questo modo, l'onere di provvedere alla notifica della cessione alle singole controparti è a carico della società cessionaria (SPV) che ne deve dare notizia mediante la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale (contenente indicazioni sul cedente, cessionario e data di cessione), producendo così gli effetti di opponibilità civilistici; e ancora i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo a favore del cedente vengono compresi nella cessione conservando la loro validità a favore del cessionario senza bisogno di alcuna annotazione, alleggerendo così il costo di transazione, esonerandolo dall'onere di far annotare nei registri immobiliari l'avvenuto trasferimento a suo favore delle ipoteche costituite a garanzia dei crediti ceduti, nonché delle garanzie personali.

---

<sup>40</sup> Art. 106 del T.U.B.

1. L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

2. Oltre alle attività di cui al comma 1 gli intermediari finanziari possono:

a) emettere moneta elettronica e prestare servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114 quinquies, comma 4, e iscritti nel relativo albo, oppure prestare solo servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114 novies, comma 4, e iscritti nel relativo albo;

b) prestare servizi di investimento se autorizzati ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;

c) esercitare le altre attività a loro eventualmente consentite dalla legge nonché attività connesse o strumentali, nel rispetto delle disposizioni dettate dalla Banca d'Italia.

3. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico.

Esaminando i profili fallimentari previsti al comma 3 e 4 del suddetto articolo, in quanto il possibile fallimento del cedente o del cessionario costituisce uno degli aspetti di maggior rilievo nelle operazioni di cartolarizzazione, occorre quindi isolare il rischio di portafoglio da quello del cedente e del cessionario che rappresenta uno degli scopi fondamentali dell'operazione<sup>41</sup> rispettivamente per ciò che concerne il fallimento dei debitori ceduti e quello dell'*originator*.

L'art. 5 della legge sulla cartolarizzazione dei crediti si occupa di definire la disciplina applicabile dai titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione. Al primo comma si stabilisce che a questi si applichino gli artt. 129 e 143 T.U.B.. Il primo, rubricato «*Emissione di strumenti finanziari*», stabilisce che la Banca d'Italia può richiedere all'emittente o all'offerente di strumenti finanziari: segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari e lascia all'Autorità di vigilanza il compito di emanare disposizioni attuative in merito, mentre il secondo che riguarda «*Emissioni di valori mobiliari*», è stato abrogato dall'art. 1, comma 9, d.lgs. n. 303/2006.

Il secondo comma dell'art. 5, L. n. 130/99 precisa quali sono le disposizioni civilistiche e di normativa bancaria che non trovano applicazione in materia di cartolarizzazioni. In specie non si applicano il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico ai soggetti diversi dalle banche previsto all'art. 1, comma 2, T.U.B., né i limiti quantitativi alla raccolta previsti dalla normativa vigente e nemmeno gli artt. da 2410 a 2420 del codice civile. Questi ultimi disciplinano l'emissione di obbligazioni definendo il contenuto delle obbligazioni, i diritti degli obbligazionisti, i limiti all'emissione di un prestito obbligazionario, l'organizzazione degli obbligazionisti in assemblea e prevedono la nomina di un rappresentante comune degli stessi, al quale vengono assegnati obblighi e poteri a tutela dei diritti degli obbligazionisti che egli rappresenta.

Per quanto riguarda il regime fiscale, i titoli emessi vengono equiparati alle obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate nei mercati regolamentati italiani e titoli simili (art. 6, comma 1, legge n. 130/99). Ne deriva l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 12,50% ai sensi del decreto legislativo 1 aprile 1996, n. 239.

La disciplina contabile e fiscale transitoria per le operazioni di cartolarizzazione effettuate entro due anni dall'entrata in vigore della legge in commento, viene affrontata

---

<sup>41</sup> Modulo – Zaccagnini, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000,

nel terzo e quarto comma prevedendo che: le perdite di valore sugli attivi ceduti, sulle garanzie rilasciate e sugli accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie, possono essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali e devono essere trasferiti al conto economico a quote costanti nell'esercizio in cui è stata effettuata l'operazione e nei quattro anni successivi; in modo tale da prevedere la possibilità di distribuire nel tempo tali costi. L'obiettivo perseguito dalla norma era quello di contribuire a sostenere lo sviluppo iniziale del mercato italiano delle cartolarizzazioni.

In conclusione, l'ultimo articolo art. 7 della legge prevede l'applicazione delle disposizioni nei limiti della comparabilità, anche alle operazioni di *sub-participation* (com. 1, lett. a) e la cessione dei crediti a fondi comuni di investimento (com. 1, lett. b).

Le operazioni di *sub-participation*, di frequente utilizzo nella prassi anglosassone, si sostanzia in una duplice operazione di finanziamento: una, posta in essere dai sottoscrittori dei titoli a favore della SPV, l'altra, effettuata dal veicolo a favore dell'*originator*. Il veicolo emettendo titoli, ottiene denaro necessario per finanziare l'*originator* e quest'ultimo, ricevuto il finanziamento, si obbliga a restituirlo alla società emittente e, per suo tramite, ai portatori dei titoli riservando loro i flussi di cassa provenienti da un portafoglio di crediti specificatamente individuato, facente parte del patrimonio dell'*originator* stesso. In questa operazione non avviene nessuna cessione, per questo motivo il secondo comma dell'art. 7 precisa che i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti, rispettivamente, al soggetto finanziato e al soggetto finanziatore perché interviene un accordo autonomo tra i due, cui il debitore rimane estraneo.

Le disposizioni presenti invece alla lett. b) prevedono come possibile schema di cartolarizzazione le cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. In tal modo, viene introdotta anche in Italia (presente già in Francia e Spagna) la possibilità di articolare l'operazione mediante la costituzione di un fondo comune chiuso, ovvero un patrimonio autonomo privo di personalità giuridica, avente natura di comproprietà tra i sottoscrittori delle quote di partecipazione al fondo, gestito da intermediari specializzati dotati di personalità giuridica alla stregua dell'art. 39 del TUF<sup>42</sup>. La cartolarizzazione degli attivi

---

<sup>42</sup> 1. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani con riguardo:

- a) all'oggetto dell'investimento;
- b) alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote o azioni;
- c) alla forma aperta o chiusa e alle modalità di partecipazione, con particolare riferimento alla frequenza di emissione e rimborso delle quote, all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni e alle procedure da seguire;

avviene, in questa ipotesi, mediante l'emissione delle quote del fondo (le quali costituiscono valori mobiliari negoziabili) sul mercato di capitali.

A conclusione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti, gli artt. 7-bis e 7-ter<sup>43</sup> disciplinano le obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*).

### 2.3 Aspetti positivi e negativi della legge 130/1999

Analizzando quelli che rappresentano i risvolti positivi di questo dettato di legge, sicuramente si deve evidenziare come la cartolarizzazione, grazie ad una legge ad hoc, abbia preso piede in Italia, introducendo un'innovativa tecnica di finanziamento con conseguenti innovazioni per le banche e per tutti quei mercati coinvolti in operazioni del genere e soprattutto agli investitori.

Tutto ciò è riscontrabile, ad esempio nella eventualità di collocare i titoli ABS presso i mercati a cui hanno accesso i pubblici investitori; inoltre, il ricorso a questa tecnica di finanziamento non è competenza esclusiva delle banche, ma anche di tutti quegli intermediari finanziari o soggetti dotati dei dovuti requisiti, iscritti presso l'albo previsto dall' art 106 del Tub; o ancora come il vincolo di destinazione delle somme generate dalla cessione dei crediti.

Concentrandoci invece su i punti di debolezza della normativa, diversi sono i punti sollevati: i limiti imposti dalla legge alla tipologia di crediti cartolarizzabili, la disciplina fiscale a cui sono assoggettate le *ABS* e la società veicolo, dubbi interpretativi relativi alla segregazione del patrimonio della società veicolo e alla revocatoria fallimentare in caso di insolvenza dell'*originator* durante l'operazione.

- 
- d) all'eventuale durata minima e massima;
  - e) alle condizioni e alle modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo.
2. Il regolamento previsto dal comma 1 stabilisce inoltre:
- a) le categorie di investitori non professionali nei cui confronti è possibile commercializzare quote di FIA italiani riservati, secondo le modalità previste dall'articolo 43;
  - b) le scritture contabili, il rendiconto e i prospetti periodici che le società di gestione del risparmio redigono, in aggiunta a quanto prescritto per le imprese commerciali, nonché gli obblighi di pubblicità del rendiconto e dei prospetti periodici;
  - c) le ipotesi nelle quali la società di gestione del risparmio deve chiedere l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato delle quote dei fondi;
  - d) i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti indicati nell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 5).

<sup>43</sup> Articoli aggiunti dall'art. 2, comma 4-ter del d.l. 14 marzo 2005, n. 35 convertito dalla l. 14 maggio 2005, n. 80, recante «Disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale».

In particolare, sotto il profilo delle tipologie di crediti cartolarizzabili, l'*ESF*<sup>44</sup> ravvisa alcuni limiti importanti che ridimensionano le potenzialità di sviluppo del mercato italiano. In primo luogo, pur prevedendo la possibilità a livello teorico, la legge è poco precisa nella definizione delle condizioni per la cartolarizzazione dei crediti futuri. Infatti, non stabilisce se, qualora i crediti vengono ad esistere dopo la dichiarazione di insolvenza del cedente, la cessione sia opponibile o meno agli altri creditori. In secondo luogo, la legge prevede la sola possibilità di cartolarizzare crediti pecuniari.

Inoltre, la protezione dei diritti dei creditori in Italia resta debole e ciò pregiudica la convenienza a cartolarizzare, dato che il prezzo di trasferimento del rischio di credito a terzi risulta tuttora molto elevato.

Condizione necessaria affinché l'operazione sia strutturabile è la disponibilità delle informazioni occorrenti perché l'*arranger* e la società di *rating* siano in grado di svolgere i processi di *due diligence* che garantiscono ai sottoscrittori dei titoli l'efficacia legale della cessione dei crediti e che permettono di valutare la rischiosità dei titoli stessi. Questo significa che l'*originator* deve avere a sua disposizione e/o costituire dei sistemi e delle procedure che gli consentono di supportare l'*arranger* dell'operazione nella selezione degli attivi da cartolarizzare e nel processo di *due diligence* legale. In più, per i crediti selezionati devono essere messi a disposizione gli elementi necessari ai fini della valutazione del *collateral risk*. Sotto questo profilo, se il cedente utilizza metodi quantitativi avanzati per valutare la qualità dei crediti, come avviene normalmente nel caso di istituti di credito statunitense, vi è un'importante semplificazione del processo di *due diligence*, in quanto è possibile utilizzare i risultati del sistema di *scoring* interno per quantificare il rischio di inadempimento dei debitori ceduti.

## **2.4 Controlli di vigilanza nel processo di cartolarizzazione**

Il processo di cartolarizzazione rappresenta un sistema di collegamento tra il mercato dei crediti e il mercato degli strumenti finanziari. Questi due mercati sono fondati su schemi e tecniche operative diverse e sono caratterizzati da meccanismi di valutazione delle informazioni contrapposti: nel mercato creditizio le informazioni sono valutate in forma riservata dagli intermediari; nel mercato degli strumenti finanziari vi è una visibilità

---

<sup>44</sup> L'*European Securitisation Forum* rappresenta una organizzazione di categoria che raggruppa operatori impegnati nel comparto delle cartolarizzazioni in Europa.



pubblica delle informazioni per la valutazione da parte di tutti gli operatori del mercato. L'integrazione tra i due mercati non avviene, peraltro, con la diffusione delle informazioni riservate e l'interesse degli Organi di vigilanza è pertanto rilevante.

Le finalità del controllo sul processo di *securitisation* si collegano agli obiettivi di carattere generale art. 5 T.U.B.<sup>45</sup> di stabilità complessiva del sistema, di tutela del risparmio, di efficienza del sistema finanziario. Più in particolare le finalità mirano ad una promozione del mercato della cartolarizzazione attraverso un sistema che rafforzi la fiducia del pubblico e degli operatori. Come si è già rilevato, il mercato della cartolarizzazione è in grado di produrre notevoli benefici ed innovazioni nel mercato del credito e nello sviluppo del mercato finanziario.

La *securitisation* dei crediti, comporta la frammentazione del ciclo produttivo tipico del sistema finanziario (raccolta di fondi tra il pubblico, selezione dei soggetti da finanziare, erogazione del prestito, contabilizzazione e gestione del medesimo).

La vigilanza sugli *S.P.V.* permette di controllare una parte importante del ciclo produttivo del mercato del credito e, altresì, di evitare un'interruzione sul flusso informativo dei crediti oggetto di cartolarizzazione.

La tutela dei terzi e del mercato viene realizzata attraverso:

- la trasparenza, caratteristica del portafoglio crediti ceduti, con particolare riferimento ai flussi finanziari che tale portafoglio provoca nel tempo a favore dei portatori dei titoli;
- la efficacia delle tecniche realizzate per "collegare" i portafogli crediti ai titoli emessi che, come si è avuto modo di rappresentare, comportano l'intervento di diversi soggetti soprattutto per consentire di migliorare le caratteristiche dei titoli emessi (*credit enhancement*).

Obiettivo della Legge 130/99 è, pertanto, quella di far sì che le operazioni di cartolarizzazione avvengano sotto lo stretto controllo degli organi di vigilanza.

---

<sup>45</sup> Articolo 5 (Finalità e destinatari della vigilanza)

1. Le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza a esse attribuiti dal presente decreto legislativo, avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia.

2. La vigilanza si esercita nei confronti delle banche, dei gruppi bancari, degli intermediari finanziari, degli istituti di moneta elettronica e degli istituti di pagamento (2).

3. Le autorità creditizie esercitano altresì gli altri poteri a esse attribuiti dalla legge.

Il processo è, infatti, verificato dagli organi di vigilanza in tutti i momenti del suo svolgimento. In particolare, tali organi effettuano i propri controlli per: seguire i flussi finanziari del sistema e della singola operazione; per verificare il rispetto dei limiti operativi e dei comportamenti imposti agli operatori; per garantire che l'informativa sulle operazioni creditizie non subisca inopportune interruzioni; per verificare il rispetto delle disposizioni inerenti la trasparenza degli strumenti finanziari nella fase di emissione, collocamento ed eventuale quotazione in borsa.

Gli aspetti che si rilevano ai fini di vigilanza sono diversi e riguardano differenti momenti del processo:

- l'operazione di cessione pone problemi di stabilità degli intermediari quando gli operatori coinvolti sono soggetti vigilati;
- l'emissione dei titoli pone problemi di funzionalità dei mercati e di tutela del risparmio e, quindi, la legge sottopone le operazioni della specie ai controlli della Banca d'Italia in tema di emissioni di valori mobiliari ai sensi dell'art. 129 T.U.B.<sup>46</sup>;
- l'attività svolta dal *SPV* è un'attività finanziaria, considerato che tali soggetti intervengono nelle operazioni di *securitisation* quali cessionari di crediti (spesso di natura finanziaria) e che tale attività è qualificata dal D.M. 6.luglio del 94 quale attività di finanziamento. Essa rientra pertanto nella disciplina del titolo V del T.U.B.; analoghe disposizioni valgono per le società emittenti titoli diverse dall' *S.P.V.* cessionario, considerato che le stesse finanziano (attraverso l'emissione) l'acquisto di crediti da parte dell' *S.P.V.* cessionario medesimo.
- anche il servizio di *management* dei crediti oggetto di cartolarizzazione (servizi di cassa e dei pagamenti, riscossione crediti) *servicing* assume rilievo per la funzione informativa e di controllo che il soggetto incaricato deve svolgere e che, per tale motivo, questo può essere solo un soggetto vigilato dalla Banca d'Italia (banca o intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale ex art. 107 T.U. B.);

---

<sup>46</sup> 1. La Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari.

2. La Banca d'Italia emana disposizioni attuative del presente articolo.

- il collocamento degli *A.B.S.* sul mercato ed eventualmente la quotazione in borsa, avvengono anch'essi secondo i principi normativi di carattere generale, sulla base di una specifica normativa secondaria;
- le operazioni di cartolarizzazione realizzate tramite fondi comuni chiusi seguono la disciplina ordinaria sui fondi comuni, a cui si aggiungono le disposizioni della Legge 130/99 "in quanto compatibili".

La Legge 130/99 non predispone, infatti, un modulo di vigilanza particolare per le operazioni della specie: vengono realizzati, invece, interventi specifici sui singoli atti del processo, sulla base della disciplina di carattere generale eventualmente adattata alla particolare situazione del processo in esame. Ciò deriva dal fatto che la normativa introdotta in Italia si innesta nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione già esistente, ma che presentava dei vincoli che ne limitavano l'efficacia. La legge ha inteso rimuovere tali vincoli senza porsi l'obiettivo di disciplinare *ex novo* l'intero processo di cartolarizzazione in forma unitaria (si è già avuto modo di esporre per sommi capi le modalità con le quali le operazioni di cartolarizzazione venivano realizzate prima dell'emanazione della Legge 130/99, la disciplina che veniva applicata e i problemi riconducibili all'assenza di disposizioni specifiche).

Così anche gli interventi di vigilanza non sono predisposti per l'operazione unitariamente intesa, ma riguardano i singoli atti del processo e vengono attuati secondo le modalità già consolidate, con gli eventuali e opportuni adattamenti (ad es. l'applicazione della procedura di cui all'art. 58 T.U.B. alle cessioni, l'approvazione del prospetto informativo per il collocamento degli *A.B.S.*). Anche la costituzione delle "Società per la cartolarizzazione dei crediti" era già sottoposta alla disciplina generale che veniva applicata secondo modalità specifiche, nei limiti della flessibilità che la disciplina consentiva.

L'approccio di vigilanza descritto, da un lato presenta il vantaggio di disporre di un vasto strumentario da applicare con flessibilità alle diverse caratteristiche con le quali viene realizzata l'operazione di cartolarizzazione e alla natura dei soggetti coinvolti, dall'altro, forse mostra l'inconveniente di un appesantimento degli interventi di vigilanza su un processo che presenta un fine unitario.

## 2.5 Recenti modifiche

Negli anni il testo della legge 130/1999 è stato rivisto parzialmente all'art. 2 e all'art. 3, oltre ad essere stato ampliato dal decreto legge 35/2005 (c.d. decreto competitività, convertito in L. 80/2005), che ha introdotto la disciplina delle obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*<sup>47</sup>) in Italia.

Per quanto riguarda l'art. 2 la modificazione riguarda il comma 6, parte del quale è stata elevata al rango di comma autonomo con la creazione del comma 6-bis. L'intervento sostanziale, invece, fu rivolto a permettere a soggetti diversi da banche e intermediari finanziari iscritti all'albo (previsto dall'art. 106 del TUB) di svolgere i servizi di *servicer*, a condizione di iscriversi all'albo predetto pur non esercitando le attività proprie degli altri iscritti, soddisfacendo i restanti requisiti. Si rimediava così dagli ostacoli evidenziati dai primi commentatori della legge 130, che nel testo iniziale impediva agli *originator* non finanziari di mantenere il rapporto con i debitori ceduti svolgendo il ruolo di *servicer*.

Per quanto riguarda invece l'articolo 3, si è intervenuti a più riprese sul comma 3, dedicato alla forma e al regime della società cessionaria e delle società emittente i titoli quando sono diverse dalla cessionaria. Da un riferimento generale al titolo V e al titolo VIII del T.U.B. si passò alla secca previsione della costituzione in forma di società di capitali della società per la cartolarizzazione dei crediti e della società emittente i titoli se diversa.

Dal 18 dicembre 2010 il testo è stato ampliato con l'introduzione della facoltà di Banca d'Italia d'imporre a *SPV* ed emittente, gli obblighi di segnalazione previsti per finalità statistiche e obblighi di segnalazione ulteriori relativi ai crediti cartolarizzati al fine di censire la posizione debitoria dei soggetti cui i crediti si riferiscono. Infine, in relazione alle modificazioni della legge 130, è necessario almeno accennare all'introduzione degli art. 7-bis e 7-ter disciplinanti le obbligazioni bancarie garantite<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup>*Covered bond* (o obbligazioni garantite) sono obbligazioni bancarie garantite dai flussi generati da un determinato *pool* di *assets*. Il profilo di rischio è basso e sono caratterizzati da un elevato livello di liquidità. A differenza delle normali cartolarizzazioni, i *covered bond* garantiscono la restituzione di capitale ed interessi grazie al vincolo di una fetta dell'attivo patrimoniale della banca destinato esclusivamente alla remunerazione ed al rimborso del bond (AIAF, 2017).

<sup>48</sup> Secondo dati European Covered Bonds Council/European Mortgage Federation (l'associazione che raggruppa le principali banche europee attive sul mercato dei c.b.) nel 2005 sarebbero stati emessi in Europa c.b. per un equivalente di circa 479 miliardi di euro. Secondo la stessa fonte, lo stock dei titoli della specie in essere alla fine del 2005 si sarebbe aggirato a circa 1.800 miliardi di euro ed una crescente parte di essi sarebbe di tipo strutturato. La quota di gran lunga più consistente sembrerebbe essere quella delle Pfandbriefe tedesche (74%), seguite a distanza dalle: Realkreditobligationer danesi (12%), Obligaciones foncières

Nonostante la somiglianza per alcune caratteristiche strutturali, le due operazioni differiscono notevolmente per schemi di emissione e finalità. Del resto la disciplina dei *covered bonds* non poteva che innestarsi su quella della cartolarizzazione dei crediti, trattandosi di obbligazioni bancarie dotate di particolare attrattività e sicurezza dal momento che poggiano sulla garanzia non solo del patrimonio dell'emittente, ma anche di un *pool* di attivi di elevata qualità creditizia, che vengono ceduti e segregati in una società veicolo a vantaggio degli obbligazionisti, proprio come avviene nella cartolarizzazione a vantaggio dei sottoscrittori delle ABS<sup>49</sup>.

Ai *covered bond*, pertanto, viene applicato il cuore della disciplina delle cartolarizzazioni: gli artt. 3, commi 2 e 3; 4 (i quali disciplinano i meccanismi di segregazione) e art. 6, comma 2 (in materia di agevolazioni per la cessione di crediti fiscali) ed è significativo che questo rinvio, (operato con la formula “salvo quanto specificato nei successivi commi 2 e 3”) alle disposizioni della l. n. 130/99 costituisca proprio l'incipit del nuovo art. 7 - bis<sup>50</sup>.

L'emissione di obbligazioni bancarie garantite ha ovviamente finalità di *funding*, permettendo alle banche di finanziarsi a condizioni più vantaggiose di quelle delle obbligazioni ordinarie per via del *rating* dei titoli necessariamente migliore di quello dell'emittente, stante il duplice ordine di garanzie.

Schema generale dell'emissione di *covered bonds* viene tratteggiato in quattro punti:

- la cessione, da parte di una banca, anche diversa da quella emittente le obbligazioni, ad una società veicolo di attivi di elevata qualità creditizia,

---

francesi (4,5%), Bostadsobligationer svedesi (4%), Cédulas territoriales spagnole (3%), Lettres de gage lussemburghesi (1%), Fundierte Schuldverschreibungen austriache (0,5%), Asset covered securities irlandesi (0,5%). Si tratta di rilevazioni che hanno probabilmente un certo grado di approssimazione per difetto che danno tuttavia l'idea della consistenza e della diffusione di questo tipo di titoli. Dati sull'emissione di c.b. in Europa compaiono anche in due articoli di M. LONGO, apparsi in Sole 24 ore, inserto Mondo Immobiliare settembre 2005, 14, e del 18 novembre 2005, 39. Notizie aggiornate sulle emissioni di c.b. in Europa possono reperirsi all'interno della Monthly note on the euro-denominated bond markets, emessa dalla D.G. Affari Economici e Finanziari della Commissione UE su: [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/bondmarkets\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/bondmarkets_en.htm).

<sup>49</sup> “la scelta operata dal legislatore al fine di introdurre tale struttura operativa all'interno del nostro ordinamento, consistente, non nell'adozione di una legge speciale ad hoc, bensì nel ‘ritaglio normativo ossia nel ricavare uno spazio per tale disciplina nell'ambito di quella delle cartolarizzazioni, al precipuo scopo di estendere alle obbligazioni bancarie garantite la normativa sulla separazione patrimoniale di cui alla l. n. 130/1999, non deve indurre a sostenere l'identità delle due operazioni”, P. Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Giappichelli 2009, p.168.

<sup>50</sup> Galanti E., Maragoni M., Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, La disciplina italiana dei Coovered Bond n. 58, Banca d'Italia.

costituiti dalla SPV in patrimonio separato ai sensi e per gli effetti della L. n. 130/1999;

- l'erogazione alla società cessionaria, da parte della banca cedente o di altra banca, di un finanziamento volto a fornire alla cessionaria medesima i mezzi per acquistare le attività, nonché subordinato nel rimborso al soddisfacimento dei diritti dei portatori delle obbligazioni che verranno emesse e al pagamento di tutti i costi dell'operazione;
- la prestazione da parte della società cessionaria di una garanzia in favore dei portatori delle obbligazioni, nei limiti del relativo patrimonio separato;
- l'emissione delle obbligazioni da parte della banca (soggetto emittente) che può anche essere diversa rispetto al soggetto cessionario degli attivi.

L'emissione di obbligazioni bancarie garantite è riservata alle banche che, peraltro, devono soddisfare elevati requisiti di patrimonializzazione. Inoltre, in base alla normativa secondaria di attuazione, il valore nominale delle attività poste a garanzia non può mai essere inferiore a quello dei titoli emessi e, nel caso di disallineamento del rapporto, è necessario procedere con la reintegrazione del patrimonio separato.

È entrata in vigore il 24 giugno 2017 la legge 21 giugno 2017, n. 96 (la "Legge 96"), che ha convertito in legge, con modificazioni, il decreto legge 24 aprile 2017, n. 50 recante, tra le altre cose, disposizioni urgenti in materia finanziaria. La Legge 96 ha modificato la legge n.130 del 30 aprile 1999 sulla cartolarizzazione ("Legge 130"), inserendo un nuovo articolo 7.1, le cui disposizioni si applicano solamente alle operazioni di cartolarizzazione che contemplino la cessione di crediti, qualificati come deteriorati, da parte di banche ed intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del Testo Unico Bancario aventi sede in Italia. Le modifiche, anche in parte riconoscendo ciò che già ha trovato attuazione nella prassi, mirano ad agevolare la strutturazione ed attuazione di questo tipo di operazioni.

Segnaliamo di seguito le principali novità introdotte dalla Legge 96:

- concessione di finanziamenti finalizzati al miglior recupero del credito. La società di cartolarizzazione può concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero dei crediti di cui si sia resa cessionaria ed a favorire il ritorno in *bonis* del debitore ceduto (fermo restando il rispetto delle condizioni generalmente applicabili alla concessione di finanziamenti da

parte delle società di cartolarizzazione di cui all'articolo 1, comma 1-ter della Legge 130). La nuova norma chiarisce ciò che la legge anche in precedenza espressamente non vietava: ovvero che, nell'ambito della medesima operazione, la società di cartolarizzazione, da un lato, acquisti crediti e, dall'altro, eroghi finanziamenti.

- finanziamento ed acquisto di azioni e strumenti finanziari partecipativi nel contesto di piani di riequilibrio economico e finanziario o di ristrutturazione. Nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il soggetto cedente o di accordi stipulati ai sensi degli articoli 124, 160, 182-bis della legge fallimentare, la società di cartolarizzazione potrà acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente nonché concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in *bonis* del debitore ceduto. A tali finanziamenti non troveranno applicazione gli articoli 2467 e 2497-quinquies del codice civile, in tema di postergazione dei finanziamenti dei soci (norme che sarebbero altrimenti in generale applicabili ai finanziamenti soci concessi in una situazione di stress finanziario). Le somme in qualsiasi modo rivenienti dalle azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi acquisiti o sottoscritti dalla società di cartolarizzazione, sono assimilate ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione di cartolarizzazione.
- Le nuove disposizioni, dunque, prevedono un'attività più articolata e dinamica della società di cartolarizzazione, non più limitata al mero incasso e recupero dei crediti, ed, invece, improntata ad una gestione attiva degli stessi (attuata anche mediante erogazione di nuovi finanziamenti e mediante trasformazione dei crediti in strumenti partecipativi o azioni, in relazione ai quali si renderà necessario esercitare i relativi diritti patrimoniali ed amministrativi).

In linea con quanto già previsto per l'esercizio di alcune funzioni essenziali del programma di cartolarizzazione, la novella prevede pertanto che, per far fronte a tali nuove attività, la società di cartolarizzazione debba avvalersi di un soggetto specializzato, delineandosi così le nuove funzioni di "gestore" che si aggiungono a quelle del *servicer*.

In particolare:

- nelle operazioni in cui la società di cartolarizzazione può, da un lato, acquistare crediti e, dall'altro, erogare finanziamenti finalizzati al miglior recupero dei crediti medesimi, la gestione dei crediti e dei finanziamenti deve essere affidata ad una banca o intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del Testo Unico Bancario (e quindi, sembra potersi dedurre, anche lo stesso *servicer* dell'operazione);
- nelle operazioni in cui la società di cartolarizzazione, nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il soggetto cedente o accordi stipulati ai sensi degli articoli 124, 160, 182-bis della legge fallimentare<sup>51</sup>, possa acquistare o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi (ovvero concedere finanziamenti), la società di cartolarizzazione deve individuare un soggetto (dotato di competenza ed autorizzazioni necessarie) cui sono conferiti, nell'interesse dei portatori dei titoli, compiti di gestione o amministrazione e potere di rappresentanza.

---

<sup>51</sup> Art. 124 La proposta di concordato può essere presentata da uno o più creditori o da un terzo, anche prima del decreto che rende esecutivo lo stato passivo, purché sia stata tenuta la contabilità ed i dati risultanti da essa e le altre notizie disponibili consentano al curatore di predisporre un elenco provvisorio dei creditori del fallito da sottoporre all'approvazione del giudice delegato. Essa non può essere presentata dal fallito, da società cui egli partecipi o da società sottoposte a comune controllo se non dopo il decorso di un anno dalla dichiarazione di fallimento e purché non siano decorsi due anni dal decreto che rende esecutivo lo stato passivo [...]

Art. 160 L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo sulla base di un piano che può prevedere:

- a) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, acollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito;
- b) l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assunto; possono costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate o da costituire nel corso della procedura, le azioni delle quali siano destinate ad essere attribuite ai creditori per effetto del concordato;
- c) la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei;
- d) trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse. [...]

Art. 182- bis L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini:

- a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data;
- b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione. [...]



Qualora tale soggetto sia una banca, un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del Testo Unico Bancario, una società di intermediazione mobiliare o una società di gestione del risparmio, lo stesso soggetto dovrà verificare anche la conformità dell'attività e delle operazioni della società di cartolarizzazione alla legge e al prospetto informativo.

In conclusione, un'ulteriore novità riguarda il ReoCo<sup>52</sup> e cartolarizzazioni di crediti derivanti da contratti di locazione finanziaria. Nel contesto di una operazione di cartolarizzazione, sarà possibile costituire una società veicolo nella forma di società di capitali, avente come oggetto sociale esclusivo l'acquisto, la gestione e la valorizzazione, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, dei beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ivi inclusi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti. La nuova norma, da un lato, chiarisce ciò che la legge anche in precedenza non vietava: ovvero che, a servizio di un'operazione di cartolarizzazione, possa essere costituita una società veicolo che acquisti gli immobili o gli altri beni posti a garanzia dei crediti (quelle costituite al fine di acquistare gli immobili sono anche note come ReoCo).

Dall'altro lato, la nuova norma contiene disposizioni del tutto nuove che specificamente agevolano la cessione dei crediti deteriorati derivanti dai contratti di locazione finanziaria, prevedendo l'acquisto da parte della società veicolo sia dei beni oggetto dei contratti di locazione finanziaria (anche se risolti) sia dei rapporti derivanti da tali contratti, purché la società veicolo sia consolidata nel bilancio di una banca, sia costituita per specifiche operazioni di cartolarizzazione e sia destinata ad essere liquidata una volta conclusa l'operazione. La norma prevede, inoltre, che alla società veicolo cessionaria dei contratti e rapporti di locazione finanziaria e dei beni derivanti da tale attività si applichi integralmente la normativa fiscale applicabile alle società che esercitano attività di locazione finanziaria e che alle cessioni di immobili, effettuate da tale società veicolo, si applicheranno integralmente le agevolazioni originariamente previste in materia di imposte di registro, ipotecaria e catastale.

La nuova norma, infine, estende il beneficio della segregazione anche alle somme rinvenienti dalla gestione di tali beni e diritti, prevedendo che le somme in qualsiasi modo

---

<sup>52</sup> Una Reoco (*Real estate owned company*) è una società immobiliare costituita appositamente per acquistare e valorizzare gli immobili a garanzia di crediti deteriorati di proprietà della banca che abbia erogato quei crediti o di un investitore che quei crediti li abbia acquistati in un secondo tempo.

rivenienti dalla detenzione, gestione o dismissione di tali beni e diritti, dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione siano assimilate ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e soiano destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione .

Regime pubblicitario semplificato anche per le cessioni non in blocco, laddove i crediti deteriorati ceduti non siano individuati in blocco, ai fini dell'opponibilità della cessione e della segregazione patrimoniale troverà comunque applicazione un regime di pubblicità semplificato. In tal caso, sarà sufficiente, infatti, l'iscrizione nel registro delle imprese e la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale di un avviso di avvenuta cessione che riporti il nome del cedente e del cessionario, la data di cessione, le informazioni orientative sulla tipologia di rapporti da cui i crediti ceduti derivano e il periodo in cui tali rapporti sono sorti o sorgeranno, nonché il sito internet in cui il cedente e il cessionario renderanno disponibili, fino alla loro estinzione, i dati indicativi dei crediti ceduti e la conferma della avvenuta cessione ai debitori ceduti che ne faranno richiesta<sup>53</sup>.

## 2.6 I crediti deteriorati

Grazie alla disciplina italiana sulle cartolarizzazioni le banche hanno largamente usufruito della possibilità di poter diversificare le forme di provvista, di poter gestire attivamente il rischio di credito, di supportare le imprese con nuova finanza, di ottimizzare l'utilizzo del capitale regolamentare e di poter creare *counterbalancing capacity*<sup>54</sup>.

Obiiettivo, centrale per il sistema bancario italiano riguarda anche la riduzione della consistenza dei crediti deteriorati, derivanti della profonda recessione che ha colpito l'economia italiana negli anni della crisi. Alla fine di giugno 2016, infatti erano presenti nei bilanci delle banche italiane circa 320 miliardi lordi, di cui circa 200 sofferenze<sup>55</sup>.

Si tratta di crediti non performanti *Non Performin Loan* (mutui, finanziamenti, prestiti), ovvero attività il cui rimborso di capitale e pagamento di interessi risultano incerti sia in merito alla scadenza che all'ammontare dell'esposizione di capitale.

---

<sup>53</sup> Gianni, Origoni. Grippo & Partners. *Modifiche alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti* (2010).

<sup>54</sup> Insieme di riserve di liquidità che può essere fonte di flussi di cassa potenziali per soddisfare il fabbisogno di liquidità necessario nel breve, medio e lungo periodo sia in condizioni normali sia in condizioni di stress.

<sup>55</sup> Pilati, Andrea. *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità*. Convegno AIAF, Milano, 2017.

Esistono diverse tipologie di crediti deteriorati tra cui le principali risultano le sofferenze e gli incagli. Le prime vengono definite dalla Banca d'Italia come crediti a riscossione incerta a causa stato di insolvenza dei soggetti debitori. In tale circostanza, gli intermediari creditizi saranno portati ad accantonare riserve apposite, proporzionali alle somme date a prestito ed al livello di rischio di credito percepito.

Per quanto concerne gli incagli rappresentano invece esposizioni nei confronti di debitori in situazioni di rischio d'insolvenza, ma temporanee. Per questo, trattandosi di crediti ritenuti recuperabili in un determinato lasso di tempo, richiedono al creditore accantonamenti inferiori per ovviare ad un rischio di credito altrettanto inferiore.

Un'altra categoria di *NPL* è rappresentata dalle esposizioni ristrutturata, che riguardano delle attività per le quali la banca subisce delle perdite a causate della modifiche delle condizioni contrattuali o della ristrutturazione del debito che si trova forzata ad effettuare per il peggioramento della situazione finanziaria del debitore.

Per ridurre l'incidenza degli *NPL*, anche su pressione delle autorità di vigilanza, sono necessariamente diversificate e basate generalmente su quattro categorie d'intervento: *work out* aziendale<sup>56</sup>, *outsourcing*<sup>57</sup> presso gestori specializzati, cessioni, cartolarizzazioni. Queste ultime rappresentano uno strumento di grande rilevanza tale da potersi utilizzare per contribuire a risolvere il problema ma che non viene ancora adeguatamente sfruttata: nel 2016 e nella prima metà del 2017 sono stati cartolarizzati poco meno di 3 miliardi lordi di sofferenze. Le prospettive sono in miglioramento, grazie ad alcune grandi operazioni in corso di finalizzazione per quasi 50 miliardi, ma tutti gli intermediari beneficerebbero di un maggiore sviluppo in Italia del relativo mercato e, più in generale, di un mercato secondario dei crediti deteriorati.

Per raggiungere questi obiettivi occorre agire in maniera mirata su alcuni fattori che possono essere di ostacolo, innanzitutto, si parte dal problema dei lunghi tempi di recupero che caratterizzano l'Italia nel confronto internazionale. In secondo luogo l'altro ostacolo è riconducibile alla qualità ancora insufficiente delle informazioni sugli *NPL* che le banche possono mettere a disposizione degli investitori.

---

<sup>56</sup> La ristrutturazione del debito è una procedura che prevede un accordo con il quale le condizioni originarie di un prestito (tassi, scadenze, divisa, periodo di garanzia) vengono modificate per alleggerire l'onere del debitore.

<sup>57</sup> Indica il processo con cui un'impresa (*outsourcee*) affida a un fornitore esterno (*outsourcer*) la gestione operativa di una o più funzioni in precedenza svolte all'interno dell'organizzazione. Quindi consiste nel coinvolgimento strategico del fornitore di servizi di outsourcing (detto anche *provider*) nei piani di sviluppo dell'impresa cliente.

Questi due fattori accrescono la portata del terzo elemento problematico, che è dato dal divario tra il valore al quale i crediti da cartolarizzare sono iscritti nei bilanci delle banche e i prezzi di offerta prevalenti sul mercato, che fanno sì che quest'ultimo sia nei fatti un "mercato del compratore"<sup>58</sup>.

A tal proposito, importanti iniziative di carattere normativo assunte negli ultimi anni pongono le premesse per superare questi problemi, quindi, nella gestione dei NPL si può ravvisare che di recente, è stato varato lo schema di garanzie pubbliche sulle cartolarizzazioni di prestiti in sofferenza GACS<sup>59</sup>, in particolare: l'operazione avviene con la cessione da parte della società cedente di un portafoglio di crediti in sofferenza a una SPV creata ad *hoc*, che dovrà gestirne (anche ricorrendo a funzioni in *outsourcing*) la fase di recupero; per un importo non superiore al valore contabile netto delle rettifiche alla data di cessione.

A seguito dell'acquisto delle sofferenze, la SPV emetterà titoli *asset-backed securities* di almeno due classi diverse, una *senior* e l'altra *junior*, caratterizzate da differenti priorità di pagamento:

- titoli *senior*, emessi con interessi a tasso variabile, che saranno pagati con priorità rispetto a tutti gli altri titoli; il rimborso del capitale prima della data di scadenza viene parametrato ai flussi di cassa derivanti dai recuperi e dagli incassi realizzati in relazione ai crediti ceduti, al netto di tutti i costi relativi all'attività di recupero e di incasso, invece il pagamento degli interessi è effettuato in via posticipata a scadenza trimestrale, semestrale o annuale, in funzione del valore nominale residuo del titolo all'inizio del periodo di interessi di riferimento. Inoltre, i titoli *senior* dovranno essere dotati di un *rating* non inferiore all'ultimo all'*investment grade* rilasciato da una un'agenzia di *rating* accettati dalla BCE.

---

<sup>58</sup> PILATI, Andrea. *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità. Convegno AIAF, Milano, 2017.*

<sup>59</sup> Il 14 febbraio 2016 il Governo ha approvato il Decreto Legge, il numero 18, che ha istituito e regolato la cosiddetta GACS (sigla per Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze) una garanzia di natura statale finalizzata - secondo quanto indicato dallo stesso regolatore - ad agevolare lo smobilizzo dei crediti in sofferenza dai bilanci degli operatori di credito italiani. La GACS può essere concessa dal Ministero dell'Economia e delle finanze sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 della Legge 130/1999

- titoli *junior* che rappresentano la classe maggiormente subordinata, potranno ricevere il rimborso del capitale, il pagamento degli interessi o altra forma di remunerazione solamente dopo il completo rimborso delle altre classi.

La SPV potrà emettere anche una o più classi di titoli *mezzanine*, con remunerazione a tasso variabile e pagamento degli interessi successivo al pagamento degli interessi dei titoli *senior*, ma precedente al rimborso del capitale di questi ultimi anche se al ricorrere di determinate condizioni (obiettivi di *performance*), il rimborso potrà essere postergato alla completa remunerazione del capitale dei titoli *senior*.

Solamente sui titoli *senior* così emessi, sarà concessa la GACS con decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze, su istanza documentata della società cedente. La garanzia è incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta. Ai sensi dell'art.8 del decreto tale garanzia diviene efficace solo quando la banca cedente trasferisce a titolo oneroso almeno il 50% + 1 dei titoli *junior* o, in ogni caso, un ammontare che consenta l'eliminazione contabile (*derecognition*) dei crediti oggetto dell'operazione dalla contabilità della banca cedente.

Ai fini dell'escussione il detentore dei titoli potrà escutere la garanzia entro nove mesi dall'avvenuta scadenza dei titoli *senior*, in caso di mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi che si protragga per almeno 60 giorni dalla scadenza del relativo termine per l'adempimento. Prima di poter escutere la garanzia, i detentori dei titoli *senior*, in concerto e tramite il rappresentante dei detentori dei titoli (RON), dovranno inviare alla società cessionaria la richiesta per il pagamento dell'importo scaduto e non pagato. Una volta decorsi 30 giorni, ed entro sei mesi, dall'invio della richiesta alla società cessionaria i detentori dei titoli *senior* potranno richiedere l'intervento della garanzia dello Stato. Successivamente al ricevimento della richiesta di escussione della garanzia, il Ministero dell'Economia e delle finanze provvederà a corrispondere l'importo spettante senza aggravio di interessi o spese

Per finanziare la GACS, il MEF<sup>60</sup> istituisce un apposito fondo con una dotazione per l'anno 2016 di 100 milioni di euro, che sarà poi ulteriormente alimentato con i corrispettivi

---

<sup>60</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, nato nel 2001 dall'accorpamento del ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica con quello delle Finanze. Al MEF sono demandate le funzioni e i compiti che spettano allo Stato in materia di politica economica, finanziaria e di bilancio, di programmazione degli investimenti pubblici, di coordinamento e verifica della spesa pubblica, di politiche fiscali e sistema tributario, di gestione del debito, di ragioneria generale dello Stato, di demanio e patrimonio

annui delle garanzie concesse. Il fatto che la garanzia sia prezzata a condizioni di mercato esclude la costituzione di un aiuto di Stato (richiesto espressamente dalla Commissione Europea) e, nelle previsioni, l'entrata generata dalle commissioni dovrebbe superare i costi, senza generare alcun onere per il bilancio dello Stato.

Grazie a questo intervento normativo si è così completato il processo di valorizzazione della cartolarizzazione dei crediti, che si presenta oggi come migliore tecnica finanziaria, capace di gestire i crediti in difficoltà e di incentivarne l'assorbimento da parte del mercato, smobilizzando dai bilanci delle banche e degli intermediari finanziari italiani<sup>61</sup>.

Gli effetti della cartolarizzazione dei *NPL* in relazione alla gestione bancaria possono essere compresi se si va ad esaminare le cause per cui essa viene messa in atto, generalmente per una serie di vantaggi che da questa operazione se ne trae. Le operazioni sui crediti non performanti sono prevalentemente motivate dalla volontà della banca di una pulizia del bilancio, in quanto, è noto come la cartolarizzazione consenta il trasferimento dei rischi di prezzo e credito, la possibilità di generare nuova liquidità, nuovo capitale di credito, mezzi propri aggiuntivi<sup>62</sup>.

Conseguentemente banche possono utilizzare la *securitisation* per controllare il rischio di credito, poiché smobilizzando alcuni attivi è possibile trasferire sul mercato il rischio di *default* ad essi collegato, permettendo inoltre di migliorare la diversificazione del portafoglio se si acquistano titoli.

La cessione dei crediti *NPL* è molto più complessa rispetto alla cessione di crediti *in bonis*, poiché quest'ultima viene esercitata per motivi per lo più reddituali e finanziari.

I crediti *NPL* vengono ceduti per motivi riguardanti aspetti economici, finanziari e gestionali, in questo contesto la banca cedente ottiene, oltre al trasferimento del rischio di credito ed all'aumento delle risorse finanziarie, anche i benefici relativi alla riduzione dei costi di gestione. Con il collocamento di titoli presso gli investitori si raggiunge un obiettivo di stabilizzazione e diversificazione delle fonti di provvista, riducendo contemporaneamente i costi del *funding*, smobilizzando determinate classi di attivi le

---

statale, di catasto e dogane, parzialmente di programmazione, coordinamento e verifica degli interventi per lo sviluppo economico, territoriale, settoriale e di coesione.

<sup>61</sup> Dagnino F., Agostini A., *La garanzia dello Stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze ("GACS"): è legge il nuovo strumento per smaltire i crediti in sofferenza*, in il Sole 24 Ore (Diritto 24), 19 Giugno 2016.

<sup>62</sup> Porzio C., *Le differenti modalità di gestione degli attivi problematici. "Securitisation e crediti in sofferenza"*, Bancaria Editrice, Roma 2001.

banche sono in grado di concedere nuovi prestiti a nuova clientela ricavando dal proprio stato patrimoniale le risorse necessarie<sup>63</sup>.

Detto ciò lo smobilizzo dei crediti deteriorati, crediti dubbi, posizioni di scarso rendimento ed alti costi di gestione, presenta vantaggi legati alla riduzione dell'ammontare delle attività e passività con un miglioramento degli indici di redditività.

Le nuove risorse permettono di focalizzare investimenti su nuove aree in modo da poter recuperare il più velocemente possibile gli equilibri economico finanziari in termini di solidità patrimoniale.

Nella valutazioni volta ad accertare la convenienza dell'operazione di *securitisation* dei *NPL*, hanno un ruolo molto importante i costi assorbiti dell'utilizzazione delle tecniche di *credit enhancement*. La presenza di garanzie permette di bilanciare almeno parzialmente il rischio di *default* dei debitori ceduti ma, allo stesso tempo, si sente l'esigenza di un intenso intervento dei *credit enhancement* esterni oppure la costituzione di maggiori garanzie interne all'*originator*.

Poiché la cartolarizzazione permette la cessione a terzi dei crediti *non performing* consentendo all'*originator* di mantenere le redini del processo di recupero e quindi conservare il suo rapporto con il debitore, l'entità del rischio da trasferire dipende dall'efficienza delle strutture amministrative e di controllo. Quando l'efficienza nella gestione dei crediti è alta, allora si hanno minori costi nella loro cessione ed è maggiore la quota trasferibile a terzi a condizioni convenienti.

L'*originator* si libera nella sua totalità dei costi di gestione del portafoglio crediti solo se le attività vengono trasferite da un terzo sulla base di un contratto di *servicing*, è proprio tale peculiarità che distingue la cessione di attività *in bonis* da quelle *non performing*, proprio perché nei primi, il cedente conserva sempre il ruolo di gestore del portafoglio facilitando la riscossione dei pagamenti e mantenendo relazioni con la clientela.

---

<sup>63</sup> Porzio C., Le differenti modalità di gestione degli attivi problematici. "Securitisation e crediti in sofferenza", Bancaria Editrice, Roma 2001.

## CAPITOLO 3

### LO SCENARIO INTERNAZIONALE

#### 3.1 I principi contabili internazionali: brevi cenni

L'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS (*International Accounting Standard, International Financial Reporting Standards*) nasce dall'esigenza di poter risolvere le divergenze tra le discipline contabili degli Stati membri dell'Unione Europea, al fine di consentire un'armonizzazione in materia contabile<sup>64</sup>, che possa permettere una maggiore comparabilità dei bilanci di società operanti in diversi paesi.

L'idea di dar vita ad un mercato interno, caratterizzato dall'assenza di ostacoli alla libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali, era uno degli obiettivi prioritari per l'Unione Europea, quindi, si incominciò ad emanare una serie di provvedimenti normativi aventi come principale obiettivo quello di accrescere la comparabilità dei principi contabili vigenti in ciascun Paese. Il perseguimento di quest'obiettivo rese necessario un coordinamento, a livello comunitario, della disciplina commerciale dei diversi Paesi membri, rappresentando un elemento essenziale per la crescita e lo sviluppo d'impresе, intenzionate ad operare e reperire capitali in tutti i paesi europei. In quest'ottica di uniformità dei bilanci si cercò di favorire il processo d'internazionalizzazione delle imprese degli stati membri dell'Unione Europea.

Tutto ciò scaturì in considerazione alle difformità dei criteri contabili adottati nella redazione dei bilanci delle imprese europee, che comportò una scarsa comparabilità tra i

---

<sup>64</sup> Al termine "armonizzazione" possono essere attribuiti differenti significati. In una prima accezione, l'armonizzazione è intesa come la "modificazione della disciplina di due diversi sistemi contabili in modo da renderli il più possibile simili fra loro, lasciando in vita però quelle differenze che non rendono comunque incompatibili i risultati finali e sopprimendo, invece, tutte quelle differenze che risultano nocive al corretto funzionamento del sistema economico; in tal caso il concetto di "armonizzazione" è contrapposto a quello di "standardizzazione", inteso invece come quel processo per cui i sistemi contabili vengono unificati". In una seconda accezione, il termine è inteso come "l'unificazione di sistemi contabili diversi al fine di eliminare radicalmente qualsiasi problema di raffronto fra una disciplina e l'altra; in questo secondo caso il termine "armonizzare" è assunto come sinonimo di "standardizzare" o "unificare". Comprendere quale delle due definizioni qui date sia più confacente al concetto di "armonizzazione" significa capire quale debba essere il percorso da seguire per identificare, misurare e curare i problemi distorsivi dovuti alle differenze contabili." È la stessa Comunità europea a rispondere, indirettamente, a questa domanda affermando che armonizzazione e standardizzazione non sono sinonimi. Ne consegue che, il significato del termine armonizzazione si orienta verso la prima delle suddette accezioni. Rusconi G., *Bilanci in Europa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999.



bilanci e, conseguentemente, ad una notevole difficoltà per gli operatori economici di poter prendere delle decisioni consapevoli.

Quindi, l'utilizzo dei principi contabili nazionali non dava la possibilità di avere una visione chiara della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della propria società in ambito internazionale, diventando così un forte ostacolo alla creazione di un mercato comune.

Il primo tentativo di armonizzazione contabile avviene a cavallo tra la fine degli anni '70 e gli inizi degli anni '80, con l'emanazione di quattro direttive Europee<sup>65</sup>, le quali hanno determinato un notevole impulso allo sviluppo della disciplina normativa del bilancio. Si pensi, ad esempio, alla codificazione dei postulati di bilancio che fino a quel momento, pur se elaborati da tempo dalla dottrina contabile internazionale, non erano recepiti, se non parzialmente, in molti degli ordinamenti giuridici dei Paesi Europei<sup>66</sup>.

Tali direttive, tuttavia, pur avendo rappresentato un primo passo importante hanno nel tempo mostrato forti limiti, quali:

- la presenza di un considerevole numero di opzioni contabili che, pur avendo facilitato l'introduzione delle direttive nei diversi Paesi membri, hanno indotto gli stessi alla scelta di quei trattamenti contabili più confacenti alla situazione socio-economica ed alla tradizione contabile del Paese stesso, determinando di fatto un'armonizzazione incompleta.

---

<sup>65</sup> direttiva n. 78/660/CEE: IV direttiva in tema di bilancio d'esercizio;

direttiva n. 83/349/CEE: VII direttiva in tema di bilancio consolidato;

direttiva n. 86/635/CEE: bilancio d'esercizio e consolidato di banche ed altri istituti finanziari;

direttiva n. 91/674/CEE: bilancio d'esercizio e consolidato di imprese di assicurazione.

“Con tali direttive, l'obiettivo di fornire un eguale contenuto (minimo di conoscenza comune) a tutti gli investitori, indipendentemente dal Paese dell'Unione Europea a cui appartengono le imprese è allo stato dei fatti non raggiunto”, Pisoni, P., et al. *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Euroconference, Verona2003, pag. 11.

<sup>66</sup> “Tra questi ricordiamo: il quadro fedele e corretto (*true and fair view*), la continuità operativa (*going concern*), la competenza economica (*accrual basis*), la costanza di struttura del bilancio e dei principi di valutazione negli esercizi (*consistency of presentation*), il divieto di compensazione tra le singole voci di bilancio (*offsetting*) e la presenza di informazioni omogenee e, quindi, comparative (*comparative information*). Fondazione Luca Pacioli, *L'armonizzazione contabile nell'Unione Europea* - Studio n. 4, maggio 2002, pag. 5

- l'inadeguatezza rispetto alle norme più rigorose prescritte in ambito internazionale ed, in particolare, degli standard imposti dalla *Security Exchange Commission* (SEC)<sup>67</sup> negli Stati Uniti.

Tali limiti, in concomitanza con l'evoluzione dello scenario finanziario internazionale, (fortemente accelerata dal crescente utilizzo delle tecnologie informatiche, dalla globalizzazione dei mercati e dall'introduzione della moneta unica), hanno determinato a livello europeo una svolta nella strategia in materia di armonizzazione contabile con l'emanazione del Regolamento (CE) n. 1103/97 che introduce l'euro. Ne deriva il trasferimento della politica monetaria dalle Banche dei singoli Stati alla Banca Centrale Europea, la predisposizione dei bilanci con una moneta comune, nonché l'incremento delle imprese quotate in mercati regolamentati di Paesi diversi da quello di origine. Ciò rende, quindi, sempre più necessaria un'informativa finanziaria chiara, uniforme e comparabile anche per sottrarre le imprese quotate dall'onere di aggiustare i propri bilanci sulla base dei principi contabili del Paese di destinazione

Nel 2002, l'UE emette il Regolamento CE n. 1606/2002 (Applicazione di principi contabili internazionali) che costituisce un tassello fondamentale sul piano istituzionale per l'introduzione dei principi in ambito europeo, al fine di garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci e, di riflesso, un efficiente funzionamento del mercato comunitario dei capitali e dei mercati interni, avviando un processo di integrazione ed armonizzazione delle regole e delle tecniche contabili nei Paesi appartenenti alla UE<sup>68</sup>. Tale Regolamento portò, dunque, ad un cambio di rotta del processo di armonizzazione connesso a due fattori: in primo luogo, il Regolamento è immediatamente applicabile in tutti i suoi elementi negli Stati membri, a differenza delle direttive che invece dovevano essere recepite nei singoli Paesi, evitando lunghi tempi di recepimento (basti pensare che l'Italia ha recepito la IV direttiva dopo 13 anni). In secondo luogo, con tale regolamento si è scelto di adottare un insieme unico ed organico di regole

---

<sup>67</sup> Istituzione statunitense che regola le operazioni relative ai valori (v.) mobiliari, attraverso l'applicazione del *Securities Act* e del *Securities and Exchange Act*. È stata fondata nel 1934 con funzione principale di impedire manovre illecite, come l'agiotaggio (v.). A questo fine, la SEC è dotata di ampi poteri e svolge un'attività investigativa, oltre che normativa e giudiziaria. Essa, infatti, esamina la situazione finanziaria ed il programma di emissione relativo ai titoli da negoziare sul mercato; in più vigila sull'operato delle borse valori e dei suoi operatori. In Italia funzioni analoghe sono svolte dalla CONSOB.

<sup>68</sup> Balducci, D. *Il bilancio d'esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*. Edizioni FAG Srl, 2007.

contabili: gli IAS, al fine di garantire l'elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci<sup>69</sup>.

Il Regolamento CE n. 1606/2002 ha imposto l'obbligo, per la redazione del bilancio consolidato a partire dal 1 gennaio 2005, di utilizzare i principi contabili IAS/IFRS per determinate tipologie di società, al fine di fornire una maggiore informativa e comparabilità dei dati.

### 3.1.2 I principi internazionali nel contesto della cartolarizzazione

Come appena menzionato nel paragrafo precedente, banche ed intermediari finanziari vigilati sono obbligati ad applicare gli *International Accounting Standard* a partire da gennaio 2005, per la redazione dei bilanci consolidati ed individuali. Con riferimento alla cartolarizzazione, lo IAS 39<sup>70</sup> assume importanza centrale sia per le banche che per gli intermediari finanziari, dal momento che delinea il trattamento contabile degli strumenti finanziari. Negli ultimi anni, tale Standard ha subito un processo di revisione, una delle motivazioni che ha portato ad eseguire tale processo è stato quella di rendere il trattamento contabile della cartolarizzazione univoco e coerente con gli standard utilizzati nei paesi al di fuori dell'Europa<sup>71</sup>.

La prima innovazione presente nello IAS 39 è rappresentata dalla definizione di strumento finanziario, la quale pone al centro la nozione di contratto. Si definisce, infatti, strumento finanziario un qualsiasi contratto che sia generato da un'attività finanziaria per un'impresa e contestualmente ad una passività finanziaria, ovvero ad uno strumento rappresentativo del capitale per un'altra impresa. In particolare, costituiscono fattispecie incluse dall'ambito oggettivo dello IAS 39: le obbligazioni, le azioni, i crediti e debiti di finanziamento, i derivati e i crediti e debiti originati dallo svolgimento dell'attività caratteristica.

Troviamo specifici riferimenti per la cartolarizzazione, in particolar modo in materia di “*derecognition*”, (eliminazione dallo Stato Patrimoniale). Le regole circa la cancellazione dal bilancio di un'attività finanziaria vengono applicati sia ai bilanci individuali che a

---

<sup>69</sup> Fondazione Luca Pacioli, *L'armonizzazione contabile nell'Unione Europea*, studio n.4, documento n.13, maggio 2002.

<sup>70</sup> sostituito nel gennaio 2018 dall'IFRS 9 *Financial Instruments*.

<sup>71</sup> Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, FrancoAngeli, Milano, 2004.

quelli consolidati. Nel primo caso, l'impresa dovrà verificare se i rischi ed i benefici sono stati trasferiti ad un'altra entità giuridica; nel secondo, bisogna, oltre a verificare il trasferimento dei rischi e benefici, effettuare un controllo nei confronti del soggetto che si è accollato rischi e benefici dell'attività finanziaria ceduta che rientri nell'area di consolidamento del gruppo, quindi, l'intermediario deve per prima cosa consolidare le società controllate ai sensi dello IAS27 e poi successivamente applicare la *derecognition*.

In riferimento alle operazioni di cartolarizzazione nell'omologazione ai principi contabili internazionali, gli *originators* possono ottenere dei vantaggi attraverso la c.d. *derecognition*, ovvero cancellare un'attività finanziaria dallo stato patrimoniale. Questo a sua volta può avvenire con una duplice modalità, la prima, in seguito alla scadenza dei diritti contrattuali sui flussi finanziari derivanti dall'attività stessa, la seconda trasferendo l'attività a terzi (in riferimento alla cartolarizzazione si tratta di crediti ceduti ad una società veicolo)<sup>72</sup>, dovendo comunque agire nel rispetto delle condizioni stabilite dallo IAS 39 paragrafo 19 (il c.d. accordo *pass-through*).

Nello specifico, il suddetto paragrafo dispone che l'intermediario possa cancellare le attività finanziarie dal proprio bilancio quando: i diritti contrattuali sono estinti (ad esempio in caso di scadenza naturale); vengono trasferiti i diritti a ricevere i flussi dell'attività finanziaria; oppure quando l'intermediario mantiene i diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari di un'attività finanziaria (attività originale), ma vi è l'impegno contrattuale a pagare i suddetti flussi finanziari a una o più società (beneficiari finali), secondo un accordo *pass-through*, dove il cedente:

- non è obbligato a corrispondere importi ai beneficiari finali a meno che incassi importi equivalenti dall'attività originale. Le anticipazioni a breve termine da parte dell'entità con il diritto al recupero totale dell'importo prestatato più gli interessi rilevati secondo i tassi di mercato non violano questa condizione.
- Le condizioni del contratto di trasferimento impediscono al cedente di vendere o di impegnare le attività originali salvo quando queste sono a garanzia dell'obbligazione a corrispondere flussi finanziari ai beneficiari finali.
- È obbligato a trasferire qualsiasi flusso finanziario che incassa per conto dei beneficiari finali senza un ritardo rilevante. Inoltre, l'entità non ha diritto a reinvestire tali flussi finanziari, se non per investimenti in disponibilità liquide o

---

<sup>72</sup> Dezzani F., Biancone P.P., Busso D, *IAS/IFRS Manuale*, Ipsoa, Milano, 2010.

disponibilità liquide equivalenti (come definito nello IAS 7 Rendiconto finanziario) durante il breve periodo di regolamento dalla data di incasso alla data del dovuto pagamento ai beneficiari finali, e gli interessi attivi su tali investimenti vengono passati ai beneficiari finali.

In caso di cessione dei crediti, tali attività trasferite possono essere stornate dal bilancio a condizione che siano trasferiti integralmente i rischi ed i benefici relativi alle attività cedute<sup>73</sup>.

Per poter valutare l'effettivo trasferimento dei rischi e dei benefici, dunque, occorre comparare l'esposizione dell'impresa cedente alla variabilità del valore corrente o dei flussi finanziari generati dall'attività finanziaria trasferita, prima e dopo la cessione.

L'impresa cedente mantiene sostanzialmente tutti i rischi ed i benefici, quando la sua esposizione alla variabilità del valore attuale dei flussi finanziari netti futuri dell'attività finanziaria non cambia significativamente in seguito al trasferimento della stessa. Invece, si ha il trasferimento quando l'esposizione a questa variabilità non è più significativa.

In sintesi, si possono avere tre situazioni a cui corrispondono alcuni effetti specifici, ossia:

- quando l'impresa trasferisce sostanzialmente tutti i rischi ed i benefici della proprietà della attività finanziaria, essa deve 'stornare' l'attività finanziaria ed iscriverne separatamente come attività o passività i diritti o gli obblighi derivanti dalla cessione;
- quando l'impresa mantiene sostanzialmente tutti i rischi ed i benefici della proprietà dell'attività finanziaria, essa deve continuare a tenere iscritta l'attività finanziaria;
- quando l'impresa non trasferisce né mantiene sostanzialmente tutti i rischi ed i benefici della proprietà dell'attività finanziaria, essa deve giudicare gli elementi di controllo dell'attività finanziaria, e:
  - o nel caso non abbia il controllo, deve stornare l'attività finanziaria e riconoscere separatamente le singole attività/passività derivanti dai diritti/obblighi della cessione

---

<sup>73</sup> Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, FrancoAngeli, Milano, 2004.

- nel caso conservi il controllo, deve continuare a riconoscere l'attività finanziaria fino al limite del suo impegno nell'investimento (*continuing involvement*);

Ai fini della verifica del controllo, il fattore discriminante da tener in considerazione consiste nella capacità del beneficiario a cedere unilateralmente l'attività finanziaria, senza vincoli da parte dell'impresa cedente.

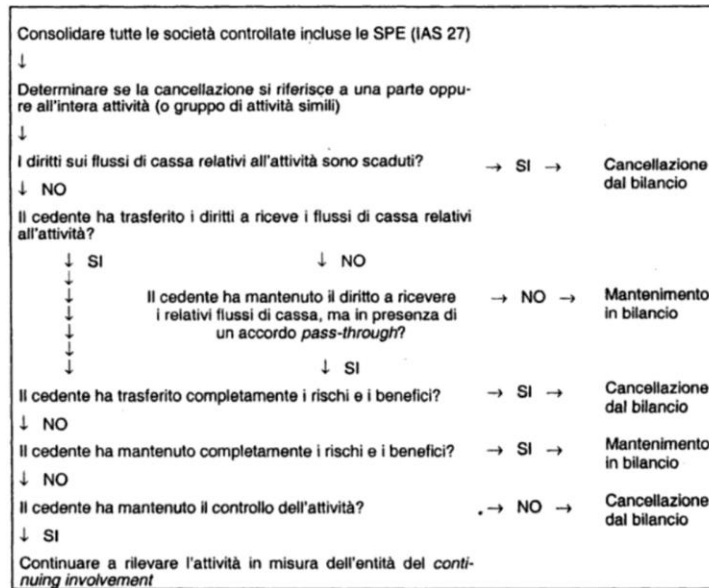
L'operazione di cartolarizzazione rientra tra le forme di cessione di uno strumento finanziario più frequentemente utilizzate<sup>74</sup>, dove occorre verificare l'effettivo trasferimento dei rischi e benefici connessi con gli strumenti finanziari ceduti. Con riferimento al tipico caso di cartolarizzazione di un portafoglio di crediti, che prevede l'acquisto da parte del cedente di una "tranche" di titoli emessi dal veicolo che gestisce l'operazione, occorre confrontare l'esposizione ai flussi finanziari (cioè ai rischi ed ai benefici) generati dal portafoglio oggetto di cartolarizzazione con i flussi finanziari attesi dai titoli acquisiti. Qualora questi due valori non divergano significativamente vuol dire che il cedente ha mantenuto (attraverso il trasferimento sui titoli) la maggior parte dei rischi e dei benefici insiti nel portafoglio crediti cartolarizzato e, dunque, in base allo IAS 39 non può cancellare i crediti dal proprio bilancio.

---

<sup>74</sup> Altre forme di cessione di uno strumento finanziario sono:

- cessione pro-soluto (senza nessun vincolo di garanzia) le attività cedute possono essere cancellate dal bilancio del cedente;
- nel caso di una cessione pro-solvendo è da ritenere che nella maggioranza dei casi il rischio connesso con l'attività ceduta rimanga in capo al venditore e pertanto la cessione non presenta i requisiti per la cancellazione contabile dello strumento venduto;

OIC. *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*. Il sole-24 ore., 2005, pag. 200.



**Figura 3.1 Il processo per l'applicazione della derecognition**

Fonte: International Accounting Boards 2003, Appendix A, AG 36.

Nel gennaio del 2018 è entrato in vigore il nuovo principio contabile internazionale IFRS 9 a sostituzione dello IAS 39, che introduce importanti novità per la valutazione dei crediti. Le banche, nel quantificare l'ammontare della perdita attesa di tipo *lifetime*, utilizzeranno un set informativo più ampio ed esteso rispetto a quanto previsto dallo IAS 39. Gli effetti dell'introduzione del nuovo principio contabile potrebbero contribuire a ridurre il gap tra il valore di bilancio a cui i crediti sono iscritti in bilancio ed il prezzo eventualmente offerto dal mercato per acquistarli<sup>75</sup>.

Passando all'osservare il secondo principio contabile da prendere in considerazione in ambito di cartolarizzazione, come detto in precedenza nell'attuazione del processo di *derecognition* in riferimento al bilancio consolidato, bisogna osservare le disposizioni dello IAS 27, noto come bilancio consolidato e contabilizzazione delle partecipazioni in controllate. Tale Standard tratta delle modalità di preparazione del bilancio consolidato, ma anche del trattamento contabile delle partecipazioni in controllate, collegate, ed imprese a controllo congiunto.

Prima di poter procedere al consolidamento, devono essere adottati alcuni principi di "armonizzazione" tra le singole società facenti parte del gruppo, quali:

<sup>75</sup> Pilati, A. *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità*. Convegno AIAF, Milano, 2017

- omogeneità temporale, ovvero si stabilisce che i bilanci della società controllata e di quella controllante debbano essere redatti alla stessa data;
- omogeneità sostanziale, secondo cui bilanci consolidati debbano utilizzare principi contabili uniformi per le operazioni e le circostanze similari;
- omogeneità formale, ovvero i bilanci consolidati devono essere redatti secondo i medesimi criteri di rilevazione e rappresentazione, la quale prevede che vengano presentati i seguenti modelli per il bilancio consolidato, separato ed individuale: Stato Patrimoniale, Conto Economico, Prospetto variazione delle poste del patrimonio netto, Rendiconto Finanziario e note al bilancio.

Per quanto riguarda la procedura di consolidamento, il principio in analisi prevede che tutti i bilanci della capogruppo e delle sue controllate vengano aggregati voce per voce, sommando i relativi valori dell'attivo, del passivo, del patrimonio netto, dei costi e dei ricavi.

Per avere il bilancio consolidato, è necessario che vengano eseguite delle rettifiche sulle informazioni presenti nei singoli bilanci:

- Ogni partecipazione della capogruppo presente in ogni controllata deve essere eliminata, così come la corrispondente parte del patrimonio netto di ogni controllata posseduta dalla controllante;
- Deve essere identificata la quota di terzi (che siano utili o perdite di esercizio) nelle controllate consolidate;
- Deve essere identificata in maniera separata la quota di pertinenza di terzi del patrimonio netto posseduta dalla controllata rispetto alla quota di pertinenza del gruppo.

Per poter procedere al consolidamento è però necessario definire il concetto di controllo, nello IAS 27 il controllo viene visto come quel potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività. Si sostanzia, quindi, nella manifestazione delle decisioni aziendali, in particolare sulle "linee guida" che la controllata deve assumere nei confronti della controllante.



Tale controllo sussiste quando la controllante:

- possiede più del 50% dei diritti di voto in un'altra società;
- la società ha potere su più del 50% dei diritti di voto grazie ad accordi con altri investitori;
- la società ha potere di governare la politica finanziaria, gestionale ed operativa per statuto o per contratto;
- la società ha potere di eleggere o rimuovere la maggioranza dei membri del Consiglio di Amministrazione di un'altra società;
- la società ha potere di indirizzare la maggioranza dei voti del CdA di un'altra società.

Sempre in tema del processo di consolidamento, lo IAS 27 prevede, quindi, che il bilancio consolidato deve includere tutte le società controllate della controllante, non facendo alcun riferimento alle società a destinazione specifica (SDS). A tal proposito l'applicazione del SIC 12 (“*Consolidation – Special Purpose entities*”), permette di procurare precisazioni sull'adozione dello IAS 27 alle società veicolo e stabilire l'occorrenza o meno di comprendere le SPV nel bilancio consolidato dell'*originator*.

Ai fini degli IAS, tuttavia, la nozione di controllo non si esaurisce con l'ipotesi di controllo azionario maggioritario, bensì, per principio della prevalenza della sostanza sulla forma, si deve guardare alla capacità, anche potenziale, di influire concretamente e direttamente sulla gestione da parte della controllante sulle controllate<sup>76</sup>.

Per il bilancio consolidato, il primo passo è consolidare qualsiasi *Special Purpose Entities* SPE conformemente SIC 12. In sostanza, nel caso specifico delle operazioni di cartolarizzazione, un'impresa costituente di una SPV<sup>77</sup> dovrà essere consolidata:

- se le sue attività sono condotte a nome del cedente, ciò significa che le attività della SPV, nella sostanza, sono gestite per conto dell'entità che redige il bilancio, la quale, direttamente o indirettamente, ha creato una SPV in base alle proprie specifiche esigenze aziendali, quindi, la SPV è principalmente impegnata a fornire

---

<sup>76</sup> De Angelis, Elementi di diritto contabile. Disciplina civilistica e principi contabili internazionali, Milano, 2011.

<sup>77</sup> Securitization, Key legal and regulatory issues, 2004, IFC.

una risorsa di capitale a lungo termine ad una entità o un finanziamento per sostenere le principali o fondamentali attività in corso di un'entità, inoltre, fornisce un'offerta di beni o servizi coerente con le principali o fondamentali attività in corso di un'entità che, senza l'esistenza della SDS, sarebbero dovute essere fornite dall'entità medesima;

- Qualora i poteri decisionali rispetto alla SPV sono state mantenute da parte dall'*originator* o suo delegato tramite un meccanismo di "pilota automatico", l'entità che redige il bilancio, nella sostanza, detiene poteri decisionali nel controllare o nell'ottenere il controllo della SPV o delle sue attività, che possono comprendere: la facoltà di sciogliere con decisione unilaterale una SPV; la facoltà di cambiare lo statuto o regolamento della SPV o la facoltà di proibire i cambiamenti proposti allo statuto od al regolamento della SPV.
- se la maggior parte di qualsiasi beneficio economico che sarà distribuito dalla SPV, viene mantenuto dall' *originator*;
- se la maggioranza dei rischi residuali o di proprietà sono state trattenute dall'*originator* medesimo.

In altre parole, quindi, il SIC 12 obbliga la società (*originator*) a consolidare un SPE, in quanto, è sotto il controllo della società medesima, se l'operazione prevede che la maggior parte dei benefici dell'operazione ricadano sul cedente del portafoglio di crediti.

Il SIC 12 si occupa delle operazioni di natura finanziaria che darebbero luogo a veicoli *offbalance sheet* (fuori dal bilancio) perché non controllati, secondo i criteri fissati dallo IAS 27, potrebbero dover essere consolidati in base ai requisiti previsti dal SIC 12. I veicoli sono quelle società che dal punto di vista giuridico non subiscono controllo, ma che possono essere ricondotti nell'area di consolidato, secondo determinati criteri. L'applicazione del concetto di controllo richiede, in ciascun caso, una valutazione di tutti i fatti e circostanze del caso specifico.

Il documento interpretativo SIC 12, nasce con l'intento di colmare una lacuna normativa presente nello IAS 27. Quest'ultimo, infatti, se da un lato richiedeva il consolidamento di tutte le entità controllate, dall'altro non forniva un esaustiva guida al consolidamento quando l'entità controllata era una SdS. Il SIC 12 però, nonostante avesse risolto questa problematica, aveva introdotto una nozione di controllo completamente incompatibile con quella presente nello IAS 27.

Mettendo in evidenza le considerazioni effettuate dei due principi, questi, consentono di affermare che il concetto di controllo contenuto nello IAS 27, differisce da quello di cui al SIC 12. Infatti, mentre il primo presuppone l'effettiva capacità di esercitare il controllo, il secondo si basa su indicatori sostanziali concernenti il “*risk and rewards model*”, secondo il quale si presume l'esistenza del controllo se la capogruppo è esposta alla maggioranza dei benefici e dei rischi della SPE, a prescindere dall'entità della quota di partecipazione posseduta che può essere molto piccola o addirittura nulla. In conclusione, si ha la coesistenza di due modelli di consolidamento, uno applicato alla generalità delle *investee* ed uno specifico per le *Special Purpose Entities*.

Nel 2011 l'*International accounting standards board* emanò nuovi principi, dettati dall'esigenza avvertita dagli operatori del settore per eliminare alcune incoerenze presenti con i vecchi principi, rimodulandoli e portando così all'introduzione del IFRS 10 che sostituisce lo IAS 27 per quanto riguarda il bilancio consolidato e l'interpretazione SIC 12, concentrandosi nella nuova definizione del concetto di controllo<sup>78</sup> e sulle condizioni che individuano l'esercizio del controllo.

L'IFRS 10 viene, quindi, costruito a seguito delle criticità individuate nello IAS 27 *Consolidated Financial Statements* e nel SIC 12 *Consolidation – Special Purpose*, che erano principalmente dovute a:

- Incompatibilità tra i due modelli di consolidamento: se nel primo ci si riferiva alla generalità delle partecipate, nel secondo emendamento il controllo era riferito soprattutto alle sole SDS (Società a destinazione Specifica) dove veniva previsto l'obbligo di consolidamento per le entità che disponevano della maggioranza dei benefici, quindi, maggiormente esposta ai rischi, correlati all'attività della SdS;
- Assenza di una guida relativa al controllo di fatto, senza la maggioranza dei diritti di voto. A questo proposito bisognava chiarire se la maggioranza relativa dei diritti di voto fossero sufficienti per garantire il controllo, oppure se questa debba essere sempre accompagnata dalla sottoscrizione di un accordo con un altro investitore;
- Mancata regolamentazione delle *agency relationship (delegated power)*. Le precedenti disposizioni non affrontavano le fattispecie tipiche dei fondi d'investimento nei quali il potere decisionale dell'impresa veniva esercitato da

---

<sup>78</sup> IFRS 10, appendice A stabilisce che un investitore controlla una partecipata quando per effetto del suo investimento è soggetto o ha diritto a ritorni variabili ed ha la possibilità di influenzare quei ritorni attraverso il suo potere nei confronti della partecipata

un'entità sulla base di una delega concessa da un altro soggetto. Diventava così necessario poter stabilire con certezza chi fra le due parti esercitava il controllo sull'impresa<sup>79</sup>.

### 3.2 Accordo Basilea 2

Il *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)*<sup>80</sup>, è il principale organismo per la definizione degli standard a livello mondiale per la regolamentazione prudenziale del settore bancario e di intermediazione finanziaria. I compiti ed obiettivi che esso mira a raggiungere riguardano: il rafforzamento della regolamentazione di vigilanza e le prassi bancarie; accrescere la stabilità finanziaria del sistema economico internazionale, mediante l'emanazione di direttive denominate *CRD package*, direttive comunitarie che mirano alla costituzione di un quadro regolamentare volto al miglioramento della gestione del rischio tra le istituzioni finanziarie internazionali, con lo scopo di dotare le banche di un patrimonio sufficiente ad assorbire i rischi gestionali e a garantire stabilità ed efficienza<sup>81</sup>.

Di significativa importanza, quindi, è il quadro regolamentare delineato dal comitato di basilea che incide in maniera rilevante sulle decisioni che gli istituti finanziari compiono durante le operazioni di cartolarizzazione, infatti, gli *originators* procederanno alle cartolarizzazioni dei propri *assets* o investiranno (*investment bank*) in titoli derivanti da cartolarizzazione proprio in funzione dell'impatto che le scelte stesse possono avere sui coefficienti patrimoniali minimi di capitale imposti.

Il primo accordo *Basilea I*, del 1988, nacque per la necessità di uno schema normativo internazionale uniforme in tema di adeguatezza patrimoniale bancaria e standardizzazione degli istituti finanziari. Principale interesse oggetto dell'accordo riguardò la formulazione e l'imposizione del coefficiente patrimoniale minimo ponderato per il rischio pari all' 8%,

---

<sup>79</sup> Luciani V, "Concetto di controllo nell'IFRS 10 Consolidated Financial Statement 2011.

<sup>80</sup> Il *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision)* è stato costituito nel dicembre 1974 dai Governatori delle banche centrali del G10 per sviluppare la collaborazione tra le autorità di vigilanza bancaria. È un organo permanente del G10, sede di discussione di specifiche questioni riguardanti la vigilanza con l'intento di rafforzare la cooperazione tra le autorità di vigilanza bancaria. Coordina le responsabilità delle autorità nazionali per garantire una vigilanza efficace delle attività bancarie a livello mondiale con attività di studio, proposta e mediazione, tradotte in accordi applicati dalle autorità di vigilanza nazionali.

<sup>81</sup> Kupiec P.H., "*Capital Adequacy and Basel II*", Federal Deposit Insurance Corporation, Center for Financial Research, Working Paper, n. 2/2004.

con finalità per ciascun istituto bancario nell'essere agevolato in tema di solvibilità e di assunzione controllata dei rischi di investimento.

Il coefficiente era calcolato sulla base di fattori di ponderazione del rischio che variano da 0% a 100% in riferimento al rischio intrinseco come da figura.

**Tabella 3.2 Coefficienti di ponderazione di Basilea 1 per alcune principali classi di attività**

0%	20%	50%	100%
cassa	crediti verso banche multilaterali di sviluppo	mutui con garanzia reale su abitazioni utilizzate dal debitore*	crediti verso imprese private
crediti verso banche centrali dei paesi Ocse	crediti verso banche dei paesi Ocse	facility per emissione titoli	crediti verso banche e governi di paesi non Ocse
titoli di governi dei paesi Ocse	crediti verso enti del settore pubblico	impegni a erogare con scadenza superiore a 1 anno	partecipazioni in imprese private
impegni a erogare con scadenza inferiore ad 1 anno	impegni di firma connessi a operazioni commerciali		fideiussioni, accettazioni, cessioni pro-solvendo

Fonte: De Laurentis G., Caselli S., *Miti e verità di Basilea 2. Guida alle decisioni*, Egea, Milano, 2004.

Le principali lacune giuridiche di questo accordo hanno però consentito ampio spazio a condizioni di arbitraggi regolamentari, che sfruttavano le rigidità imposte a priori, dove le ponderazioni per il rischio erano state fissate in funzione alla specifica natura degli *assets* piuttosto che sulla loro effettiva rischiosità intrinseca, gli istituti finanziari cartolarizzavano le attività meno rischiose trasferendole fuori dal proprio bilancio mentre detenevano quelle più rischiose e di qualità peggiore, senza che ciò determinasse penalizzazioni o segnalazioni in termini di capitale regolamentare minimo richiesto<sup>82</sup>. Ciò ha provocato nel tempo ad un'esposizione al rischio di credito e di liquidità da parte delle banche e degli istituti di intermediazione, i quali stavano utilizzando sempre più frequentemente le operazioni di *securitisation* nate in quegli anni.

A seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2007 con la vicenda dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti e propagatasi repentinamente anche in Europa, le cartolarizzazioni sono finite per rappresentare l'emblema della perversione della finanza. Ma è altrettanto certo che, se utilizzate senza gli eccessi del passato, esse costituiscono un utile strumento di *asset and liability management* ed un efficiente mezzo per il trasferimento del rischio.

<sup>82</sup> Mazzucca M., *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano, 2015.

Un'importante lezione tratta dalla crisi finanziaria è che la struttura stessa della cartolarizzazione può rappresentare una fonte di rischio: strutture complesse ed opache, infatti, possono rendere difficile la comprensione del meccanismo di generazione dei flussi di cassa attesi, incluse le eventuali interruzioni che possono connotarlo nel corso del tempo. La crisi ha, inoltre, mostrato che anche strutture semplici e trasparenti possono registrare una cattiva *performance* in presenza di deboli standard di sottoscrizione (*underwriting*) e di un inadeguato assetto di *governance* dell'operazione<sup>83</sup>.

L'azione di regolamentazione delle cartolarizzazioni è il risultato di un operato complesso dove è possibile individuare le fasi evolutive sulla cartolarizzazione da parte della commissione Basilea.

In una prima fase, risalente al periodo 1999 e 2001, la commissione si è concentrata su un approccio standard da attuare alle procedure della cartolarizzazione tradizionali, si è iniziato a discutere sulla cartolarizzazione sintetica, e si è analizzato l'obbligo di trasferimento del rischio nelle cartolarizzazioni tradizionali. Inoltre è stato elaborato il primo documento sul trattamento degli *asset* delle cartolarizzazioni, nello specifico si è discusso sul trattamento IRB (*Internal Rating Based*), e si sono analizzate le procedure sintetiche sulla struttura della liquidità e del rientro di crediti con l'ammortamento anticipato.

Nella seconda fase vengono esaminati il rischio del credito della regolamentazione sulla cartolarizzazione attraverso il QIS (*Quantitative Impact Study*), ovvero lo studio dell'impatto quantitativo sugli effetti delle previsioni della revisione degli accordi di Basilea. In questa fase è stato anche elaborato il secondo documento di lavoro sul trattamento delle cartolarizzazioni ed un documento consultivo, dove è stato discusso il miglioramento al primo documento di lavoro dell'IRB e le procedure per la liquidità e le caratteristiche dell'ammortamento anticipato.

Nella terza ed ultima fase, assistiamo ai cambiamenti delle procedure di cartolarizzazione, si considera il rischio di credito e la procedura di cartolarizzazione che prevedeva l'incorporazione della proposta di modifica all'approccio IRB come il trattamento modificato alle posizioni senza *rating* (IAA semplificato SFA).

---

<sup>83</sup> Pilati A. *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità*. Convegno AIAF, Milano, 2017.

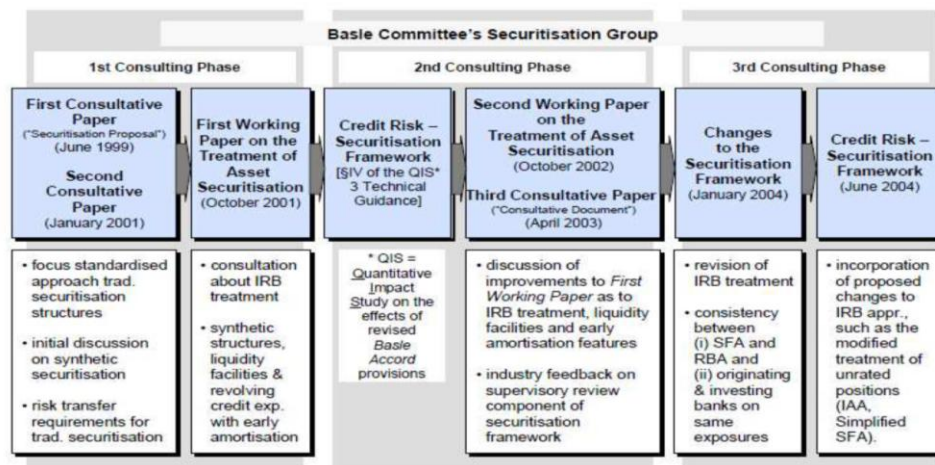


Figura 3.3 Scenari evoluti della commissione Basilea

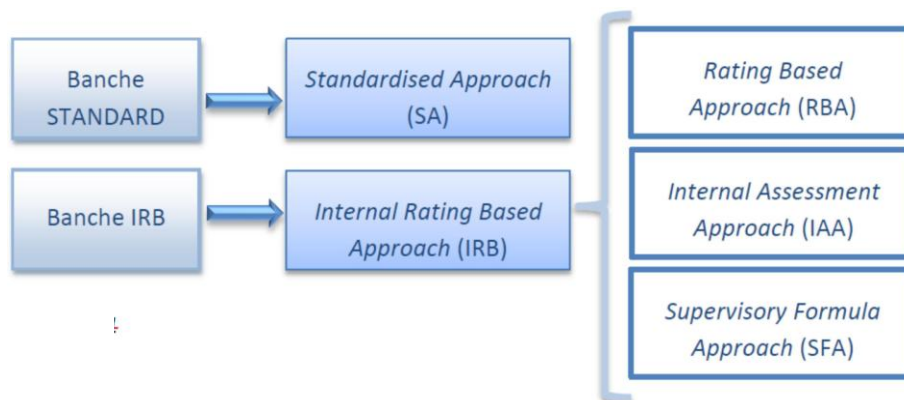
Fonte: Jobst A. *The regulatory treatment of asset securitisation: the Basle securitisation framework explained*, Center for Financial Studies 2005.

Nel successivo accordo, noto come Basilea II, vengono individuate due gerarchie di approcci come rappresentato nella Figura 3.2, dove, sulla base del metodo utilizzato dalla banca per il calcolo del rischio di credito sulle esposizioni sottostanti al portafoglio cartolarizzato, si può attuare un primo metodo standardizzato (*Standardised Approach – SA*). Nel metodo standardizzato l'importo dell'esposizione ponderato per il rischio è calcolato moltiplicando l'ammontare nozionale della posizione verso la cartolarizzazione per il fattore di ponderazione del rischio appropriato, fornito dall'Autorità di Vigilanza in funzione del *rating* esterno della *tranche* relativa.

Ponendo, invece, l'attenzione ad un secondo metodo con riguardo a quelle banche che utilizzano i *rating* interni (*Internal Rating-Based – IRB*) per il calcolo del rischio di credito. Per queste banche sono disponibili tre metodologie di calcolo:

- *Rating Based Approach* (RBA), utilizzato per calcolare la ponderazione di esposizioni dotate di *rating* esterno o desunto. L'approccio si basa su diversi *risk factors*, quali il *rating* a breve o a lungo termine, la *granularity* e la *seniority*.
- *Intenal Assessment Approach* (IAA), utilizzato per calcolare la ponderazione di esposizioni derivanti da programmi ABCP, prive di *rating* esterno. I fattori di ponderazione dipendono dal *rating* esterno equivalente.
- *Supervisory Formula Approach* (SFA), utilizzato per le esposizioni prive di *rating* esterno o desunto, per le quali non è applicabile il metodo IAA. Il requisito è calcolato attraverso una funzione in forma chiusa alimentata da alcuni *input* (KIRB,

livello di *credit enhancement*, spessore della *tranche*, numero effettivo delle esposizioni all'interno del portafoglio cartolarizzato, LGD media ponderata delle esposizioni sottostanti).



**Figura 3.3 La duplice gerarchia del Basilea 2**

Fonte: D'Auria C., Chiefalo F., *il documento del comitato del basilea sulla revisione del framework in materia di cartolarizzazioni*, Moderari, Roma, 2015.

### 3.3 Basilea 3, i nuovi aspetti

Nel dicembre 2014 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato il documento finale in materia di revisione del *framework* sulle cartolarizzazioni ( *Revision to the securitisation framework* ), che mira al rafforzamento dei requisiti patrimoniali a fronte delle esposizioni connesse a tali operazioni detenute nel *banking book*<sup>84</sup> e ad affrontare tutta una serie di carenze presenti nel quadro di Basilea II, il quale fissava come scopo della riforma quello di rimediare alle patologie esplose nella fase più acuta della crisi, nel comparto dei titoli *sub-prime*. La prima patologia era la cattiva *performance* delle cartolarizzazioni con *rating* esterno colpite da perdite di valore *dowgrading* drammatici, per effetto della concentrazione del rischio sistemico non considerata nei criteri seguiti

<sup>84</sup> il *banking book* consiste in un portafoglio di proprietà in cui sono detenute partecipazioni di natura strategica o verso controparti con le quali vi è una relazione di lungo periodo. Attraverso il *banking book* passano gran parte delle transazioni (prestiti, depositi) di medio - lungo termine. Esso può contenere strumenti detenuti per la vendita (*Available for Sale o AFS*) come le partecipazioni strumentali o detenuti fino a scadenza (*Held to Maturity o HTM*), strumenti che rappresentano finanziamenti, crediti e/o titoli obbligazionari (*Loans & Receivable o L&R*) come obbligazioni non quotate in mercato attivo. [www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)



dalle agenzie. La seconda patologia era la cattiva *performance* delle cartolarizzazioni prive di *rating* e trattate dalle banche autorizzate IRB con un modello stocastico che produceva stima delle perdite inattese molto instabili e sensibili agli input, sottostimando in particolare i rischi delle *tranche mezzanine*<sup>85</sup>.

Le modifiche apportate al quadro regolamentare entrarono in vigore nel gennaio 2018 e fanno parte del più ampio programma di Basilea III volto a riformare i requisiti regolamentari per le banche con l'obiettivo di contribuire a rendere il settore bancario più solido e resiliente.

La revisione è stata guidata dalla volontà del Comitato di trovare un giusto equilibrio tra *risk sensitivity*, semplicità e comparabilità. Infatti, la crisi finanziaria globale ha evidenziato alcuni punti deboli del *framework* di “Basilea II”, tra i quali le misure dei requisiti patrimoniali, spesso non adeguati per alcune tipologie di esposizioni. Sono state inoltre individuate una serie di carenze relative alla calibratura dei fattori di ponderazione del rischio (RW – *risk weight*) e alla mancanza di incentivi per un prudente *risk management*.

Tra i punti di debolezza più significativi del *framework* di “Basilea II” vengono evidenziati:

- il ricorso meccanico ai *rating* esterni;
- fattori di ponderazione del rischio eccessivamente bassi per le esposizioni cartolarizzate con *rating* elevato;
- fattori di ponderazione del rischio eccessivamente alti per le esposizioni cartolarizzate *senior* a basso *rating*;
- esistenza di *Cliff Effect* (letteralmente “effetto scogliera”);
- la mancanza di *risk sensitivity* all'interno di tutto il quadro regolamentare.

Le nuove regole di Basilea III prevedono un'unica gerarchia per banche standard e IRB, ed eliminano la duplicazione degli approcci basati sui rating esterni (RBA e SA, con il primo che produce minori ponderazioni a favore delle banche IRB). Nell'era pre-crisi si poteva ritenere che le banche IRB *originator* o *arranger* fossero più capaci di controllare i rischi delle cartolarizzazioni con rating esterni grazie al rapporto diretto con le agenzie, dopo la crisi si è palesato come la valutazione delle agenzie nel modello di business delle

---

<sup>85</sup> Erzegovesi, L., et al. Il securitisation framework di Basilea III e le garanzie pubbliche su portafogli di prestiti alle PMI. Department of Economics and Management, 2015.

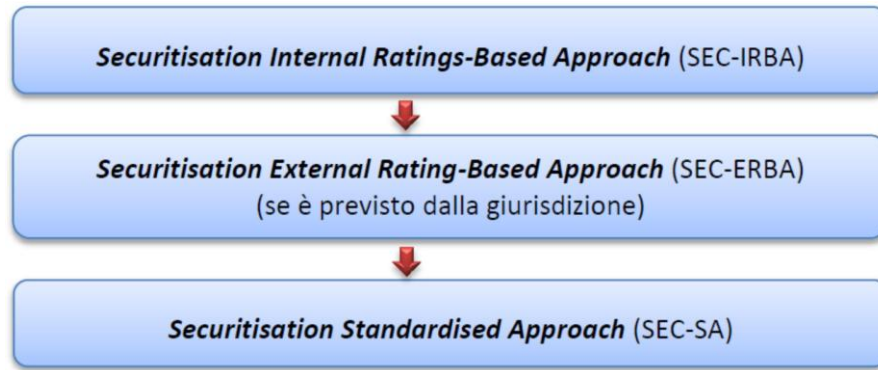
grandi banche avesse pesantemente inficiato l'attendibilità dei rating. Questo può contribuire a spiegare la rimozione, nel nuovo *framework*, dei vantaggi riservati alle banche IRB nell'uso dei rating esterni. Per motivi analoghi, sono state eliminate le differenze di trattamento in base al ruolo dell'intermediario nella cartolarizzazione (originator piuttosto che investitore).

L'approccio da utilizzare (come rappresentato nella Figura 3.3) si articola nel seguente modo, se la banca soddisfa i requisiti per adottarlo, viene attuato il SEC-IRBA, analogo al SFA. È basato su un modello di vigilanza affine al *simplified supervisory formula approach* illustrato nel primo documento di consultazione *Basel Committee on Banking Supervision*, 2012. Non fa uso di rating esterni ed è riservato alle banche IRB in grado di determinare le informazioni richieste dal modello, prima fra tutte il c.d. KIRB, ovvero il coefficiente di capitale (maggiorato del tasso di perdita attesa) calcolato per il portafoglio sottostante la cartolarizzazione in base all'approccio basato sui rating interni della banca. Al SEC-IRBA possiamo collegare l'*Internal Assessment Approach* (IAA) già previsto da Basilea II, applicabile soltanto alle esposizioni su programmi ABCP (*Asset Backed Commercial Paper*) dotati di rating esterni.

Se la banca non è in grado di determinare il KIRB del *pool* sottostante, allora può applicare l'approccio SEC-ERBA, che prende il posto dei modelli RBA e SA. Presuppone la presenza di rating esterni delle esposizioni da trattare e si applica tanto a banche standard quanto a banche IRB. È importante notare che le Autorità di vigilanza nazionali hanno la discrezionalità di non consentire l'applicazione di questo approccio nelle loro giurisdizioni.

Se la banca non è nelle condizioni di applicare nessuno dei due approcci precedenti, allora deve ricorrere al SEC-SA. Quest'ultimo ha una valenza diversa da tutti e tre gli approcci di Basilea II. Si applica a banche non in grado di applicare gli approcci precedenti, pertanto riguarda necessariamente le banche standard che detengono esposizioni prive di rating esterno. Si caratterizza per i seguenti aspetti:

- prende a riferimento i coefficienti di capitale del portafoglio sottostante calcolati secondo l'approccio standard, dai quali si ricava un valore medio ponderato detto KSA;
- produce stime fortemente prudenziali delle perdite inattese e dei coefficienti di capitale, adottando le ipotesi estreme (più negative) sulle componenti di rischio peculiari delle *tranche* (rischio di concentrazione, di correlazione, ecc.).



**Figura 3.4 Gerarchia Basilea 3**

Fonte: D'Auria C., Chiefalo F., *il documento del comitato del basilea sulla revisione del framework in materia di cartolarizzazioni*, Moderari, Roma, 2015.

### 3.3.1 Internal Rating-Based Approach (SEC-IRBA)

Una delle principali carenze del SFA di “Basilea II” è il *cliff effect*; tale effetto è dovuto, in parte, alla mancanza di una adeguata valutazione delle scadenze all’interno della formula di vigilanza, infatti, le scadenze delle attività sottostanti del *pool* sono solo parzialmente considerate attraverso il KIRB. La *Supervisory Formula* di “Basilea II” è basata, infatti, su un modello *default mode* ad 1 anno; di conseguenza non riflette pienamente le possibili perdite sulla *tranche* derivanti da un potenziale deterioramento del credito sul *pool* sottostante su un orizzonte temporale superiore a 1 anno. In altri termini, il modello include implicitamente che una data *tranche* non incorrerà in alcuna perdita di valore fino a quando il valore di tutte le *tranches* subordinate non si riduce a zero. In realtà, quando le *tranches* hanno scadenza superiore a un anno, aumenta la probabilità che il loro valore possa subire variazioni legate alla modifica del profilo di credito delle esposizioni sottostanti. Poiché gli effetti riguardanti la *maturity* sono rilevanti e non sono catturati attraverso l’uso esclusivo del KIRB, il SEC-IRBA incorpora la scadenza della *tranche* come fattore di rischio aggiuntivo, mantenendo invariati gli altri input (cioè KIRB, *attachment points* e *detachment points*, il numero di esposizioni sottostanti e la LGD media del *pool* rispetto a quelli già utilizzati per calcolare la *Supervisory Formula*).

Per calcolare i requisiti di capitale di un'esposizione cartolarizzata riferita a un *pool* IRB, la banca utilizza un modello di vigilanza che richiede i seguenti input principali:

- il KIRB, ovvero il requisito di capitale che si sarebbe calcolato per il *pool* se non fosse stato cartolarizzato. Il KIRB è il rapporto tra il requisito di capitale IRB delle esposizioni sottostanti comprese nel *pool*, maggiorato delle perdite attese, e l'ammontare delle esposizioni del *pool* cartolarizzato (somma degli importi erogati più esposizione al default stimata per i fidi non utilizzati). Il calcolo deve tener conto di tutte le forme ammesse di attenuazione del rischio di credito che assistono le esposizioni sottostanti, sia su singole operazioni sia a livello aggregato, in quanto beneficiano tutte le esposizioni create con la cartolarizzazione di quel *pool*.

Per le strutture che fanno uso di una società veicolo (*special purpose entity*, SPE) le esposizioni presenti nella cartolarizzazione devono essere trattate come esposizioni del *pool* (ad esempio un *reserve account* finanziato dai margini in eccesso o da prestiti subordinati concessi dall'*originator* è trattato come un deposito bancario incluso nel *pool*). La banca può derogare a questo principio ed escludere queste attività accessorie rispetto al *pool* sottostante, se riesce a dimostrare al supervisore nazionale che il loro impatto sul rischio è irrilevante (perché i rischi relativi sono coperti o perché non impattano sulla *performance* delle esposizioni detenute dalla banca).

- i punti di attacco (*attachment* A) e di stacco (*detachment*, D) delle tranches nelle quali detiene delle esposizioni. Il punto di attacco A è definito come la soglia in corrispondenza della quale le perdite sul *pool* sottostante cominciano ad essere allocate alla *tranche* di cui fa parte l'esposizione. Si ricava dal valore totale delle esposizioni sottostanti del *pool* e dal valore delle *tranche* subordinate rispetto a quella oggetto di valutazione, pari alla differenza tra il valore del *pool* e la somma dei valori delle *tranche* che sono *senior* o pari passo rispetto a quella oggetto di valutazione (compresa quest'ultima). Il punto di stacco D è definito come la soglia in corrispondenza della quale le perdite sul *pool* sottostante portano alla perdita totale del capitale nominale della *tranche* di cui fa parte l'esposizione.
- un parametro regolamentare *p* che serve, invece, a calibrare i requisiti in funzione dei fattori che nel modello di vigilanza impattano sull'incertezza delle stime di perdita. Dal punto di vista pratico, il valore di *p* modula i requisiti di capitale sulle

*tranche* con punto di stacco superiore al Kirb: al crescere di  $p$  cresce la differenza tra la somma dei requisiti patrimoniali sulle *tranche* e il Kirb, ovvero il requisito in assenza di cartolarizzazione. In realtà  $p$  non è uguale su tutte le *tranche*, ma è ridotto sulle *tranche senior*, che sono perciò trattate in maniera più favorevole.

A differenza della formula di vigilanza di Basilea II, che rispecchiava in maniera trasparente un modello statistico della distribuzione delle perdite su *tranche* di cartolarizzazioni, il procedimento IRBA di Basilea III fa uso di formule algebricamente molto semplici, che però nascondono la struttura di un modello sottostante (sul quale sono costruite e calibrate) più complesso del SFA.

### 3.3.2 External Rating-Based Approach (SEC-ERBA)

La nuova regolamentazione sostituisce l'approccio dei Rating Esterni (RBA) con il SEC-ERBA. Il modello assegnava un fattore di ponderazione del rischio sulla base dei *rating* esterni, della *seniority* e della granularità del *pool* sottostante all'operazione di cartolarizzazione.

Il Comitato, considerando rilevanti altre caratteristiche di rischio, ha deciso di prendere in considerazione due *driver* aggiuntivi all'interno del metodo dei *rating* esterni:

- lo spessore della *tranche* per le *non-senior*. Sotto il modello RBA, lo spessore delle *tranches*, non è pienamente preso in considerazione, questo non è coerente con le valutazioni assegnate dalle Agenzie di *rating*;
- la scadenza delle *tranches*. Le Agenzie utilizzano un dato livello di perdita attesa per emettere un *rating*, mentre il requisito patrimoniale di "Basilea II" riflette solo la perdita inattesa (cioè la perdita attesa condizionata ad un evento di stress ipotizzato); il tasso di perdita attesa di una *tranche* (che si riflette nel *rating*), non è statisticamente significativo per determinare il tasso di perdita inattesa. Il *mapping* tra tassi di perdita attesi e inattesi dipende in parte anche dalla scadenza della *tranche*. Nel nuovo *framework*, peraltro, non è stato più considerato un fattore di aggiustamento per la granularità del *pool* sottostante quando si utilizzano i *rating* esterni, in quanto le Agenzie già ne tengono conto nel momento in cui assegnano un *rating* ad una *tranche*.

Per esposizioni con *rating* esterno o desunto a medio/lungo termine, il fattore di ponderazione è funzione di quattro variabili: il *rating* esterno; la *seniority* della posizione; la *maturity* della *tranche*; in caso di *tranche* non *senior*, lo spessore della *tranche*. I RW si assegnano in base alla tabella 1, con un aggiustamento per la *maturity* e per lo spessore (solo in caso di *tranche* non *senior*).

Oltre alla soglia minima del 15%, è previsto che il fattore di ponderazione non può mai essere inferiore a quello corrispondente di una *tranche senior* della stessa cartolarizzazione con stesso *rating* e *maturity*.

**Tabella 3.3 Coefficienti di rischio ERBA per rating a lungo termine**

Rating	Senior tranche		Non-senior (thin) tranche	
	Tranche maturity ( $M_i$ )		Tranche maturity ( $M_i$ )	
	1 year	5 years	1 year	5 years
AAA	15%	20%	15%	70%
AA+	15%	30%	15%	90%
AA	25%	40%	30%	120%
AA-	30%	45%	40%	140%
A+	40%	50%	60%	160%
A	50%	65%	80%	180%
A-	60%	70%	120%	210%
BBB+	75%	90%	170%	260%
BBB	90%	105%	220%	310%
BBB-	120%	140%	330%	420%
BB+	140%	160%	470%	580%
BB	160%	180%	620%	760%
BB-	200%	225%	750%	860%
B+	250%	280%	900%	950%
B	310%	340%	1050%	1050%
B-	380%	420%	1130%	1130%
CCC+/CCC/CCC-	460%	505%	1,250%	1,250%
Below CCC-	1,250%	1,250%	1,250%	1,250%

**Fonte:** D'Auria C., Chiefalo F., *il documento del comitato del basilea sulla revisione del framework in materia di cartolarizzazioni*, Moderari, Roma, 2015

### 3.3.3 Standardised Approach (SEC-SA)

Per calcolare i requisiti di un'esposizione da cartolarizzazione basata su un *pool* sottostante valutato con l'approccio *standard*, la banca utilizza un modello di vigilanza con struttura simile al SEC-IRBA, che richiede i seguenti input:

- Ksa, il requisito patrimoniale, espresso come coefficiente di capitale medio ponderato, calcolato per le esposizioni sottostanti nel caso in cui non fossero cartolarizzate; si calcola moltiplicando per 8% la media ponderata dei coefficienti di rischio RW delle attività del *pool* secondo il metodo *standard*;

nella ponderazione dei RW si utilizza il valore lordo delle esposizioni, senza dedurre le rettifiche di valore; nel calcolo di Ksa, come già per Kirb, si tiene conto delle forme di attenuazione del rischio di credito (secondo le regole dell'approccio *standard*) che vanno a beneficio dell'intero *pool*, a differenza di Kirb, Ksa non include le perdite attese;

- W, il rapporto tra il valore nominale delle esposizioni deteriorate (*delinquent*) e il valore nominale delle esposizioni totali del *pool* sottostante la cartolarizzazione; le esposizioni deteriorate comprendono le esposizioni scadute da più di 90 giorni, soggette a fallimento o procedure di recupero individuali, a pignoramento, detenute come immobili di proprietà o in *default*, ai sensi della definizione di *default* dei documenti contrattuali della cartolarizzazione;
- A e D, i punti di attacco e di stacco della *tranche* determinati come nel SEC-IRBA.

A differenza di SFA e SEC-IRBA, SEC-SA utilizza valori di K in assenza di cartolarizzazione che non comprendono le perdite attese e che sono applicati alle esposizioni al netto di rettifiche di valore. Peraltro, come prima ricordato, Ksa è una media ponderata sulle esposizioni al lordo di accantonamenti. Quanto ai coefficienti K calcolati dal SEC-SA, le regole non specificano se siano da applicare alle esposizioni cartolarizzate lorde o nette di rettifiche, e se gli stessi coefficienti debbano considerarsi (come i K del SEC-IRBA) inclusivi delle perdite attese.

### 3.4 Regolamento europeo

Con i Regolamenti dell'Unione europea numero 2017/2401 e 2017/2402 del dicembre 2017 sono state introdotte nella normativa comunitaria le nuove regole attinenti alle operazioni di cartolarizzazione. I due Regolamenti, nonché le numerose disposizioni applicative (già emanate o in corso di emanazione) dell'*European Banking Authority* (EBA)<sup>86</sup> e dell'*European Securities Market Authority* (ESMA)<sup>87</sup>, sono entrati in vigore il

---

<sup>86</sup> L'EBA è un'autorità indipendente dell'Unione europea (UE), che opera per assicurare un livello di regolamentazione e di vigilanza prudenziale efficace e uniforme nel settore bancario europeo. Gli obiettivi generali dell'Autorità sono assicurare la stabilità finanziaria nell'UE e garantire l'integrità, l'efficienza e il regolare funzionamento del settore bancario, inoltre fa parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), che è costituito da tre autorità di vigilanza: l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), l'Autorità bancaria europea (ABE) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA). Il sistema comprende inoltre il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), il comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza e le autorità di vigilanza nazionali.

1° gennaio 2019. I due Regolamenti summenzionati rappresentano un intervento normativo di significativa importanza volto alla risoluzione delle principali carenze riscontrate nel corso della crisi finanziaria 2007-2008.

Il Regolamento 2401<sup>88</sup>, introduce diverse novità in materia di requisiti patrimoniali regolamentari, al fine di rispecchiare adeguatamente le caratteristiche delle cartolarizzazioni STS, nonché per ovviare alle numerose pratiche distorte adottate sui mercati della cartolarizzazioni che hanno messo a repentaglio la stabilità del sistema finanziario, come ad esempio il ricorso meccanico ai *rating* esterni, il disallineamento tra gli interessi degli investitori e dei cedenti, l'utilizzo di fattori di ponderazione non consoni rispetto al profilo di rischio dell'operazione, il progressivo distacco dei titoli emessi nell'ambito delle cartolarizzazioni dalle attività sottostanti.

Il Regolamento 2402 mira, da un lato, ad armonizzare talune disposizioni del mercato europeo in materia di cartolarizzazioni (come, ad esempio, gli obblighi in materia di *due-diligence*) in modo da superare la rischiosità delle strutture opache e complesse e, dall'altro, definire un mercato delle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (di seguito, anche cartolarizzazioni STS), così da permettere agli investitori l'applicazione di un quadro prudenziale più sensibile al rischio.

### 3.4.1 la normativa prudenziale

Il Regolamento 2401 ha introdotto una normativa prudenziale in materia di cartolarizzazione profondamente modificata rispetto all'assetto vigente fino alla fine del 2018 della normativa prudenziale in materia di cartolarizzazione che è stato definito nelle

---

<sup>87</sup> L'ESMA è un'autorità indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati. Gli obiettivi dell'agenzia sono tre:

- tutela degli investitori - garantire un migliore soddisfacimento delle esigenze finanziarie dei consumatori e rafforzare i loro diritti in quanto investitori, riconoscendo al tempo stesso le loro responsabilità.
- corretto funzionamento dei mercati - promuovere l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il corretto funzionamento dei mercati finanziari e una solida infrastruttura di mercato.
- stabilità finanziaria - rafforzare il sistema finanziario in modo che sia in grado di resistere agli shock e al logorio degli squilibri finanziari, e favorire la crescita economica.

L'ESMA ha inoltre il compito di coordinare le misure prese da autorità di vigilanza sui valori mobiliari o di adottare misure di emergenza in caso di crisi.

<sup>88</sup> "Il Regolamento 2017/2401, modifica il Regolamento (UE) 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento; tale ultimo Regolamento, pertanto, modifica il Regolamento c.d. CRR (*Capital Requirement Regulation*) al fine di introdurre un nuovo quadro regolamentare in materia di cartolarizzazione (*securitisation framework*)", D'Auria C., *Il nuovo securitisation framework*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).



sue linee generali dall'Accordo sul capitale noto come "Basilea 2" e recepito nella normativa europea dalla Direttiva 2006/48/CE (c.d. *Capital Requirement Directive*, CRD 6). Negli anni successivi alla crisi sono state introdotte alcune modifiche a tale normativa<sup>89</sup>, il cui assetto generale, tuttavia, è rimasto quello del 2006.

La disciplina prudenziale sulle cartolarizzazioni, vigente fino alla fine del 2018 e contenuta nel Regolamento CRR, ha favorito l'emergere di alcune distorsioni nell'uso delle cartolarizzazioni che hanno contribuito ad accelerare la trasmissione della crisi finanziaria<sup>90</sup>.

Le principali carenze dell'assetto normativo precedente facevano riferimento a:

- un eccessivo ricorso meccanico ai *rating* esterni nella determinazione dei requisiti patrimoniali obbligatori;
- fattori di ponderazione del rischio eccessivamente bassi per i segmenti di cartolarizzazione con *rating* elevato e, viceversa, coefficienti di rischio troppo alti per esposizioni con *rating* basso;
- strutture opache e complesse che non permettono la corretta determinazione dei prezzi;
- insufficiente sensibilità al rischio.

---

<sup>89</sup> La normativa prudenziale europea in materia di cartolarizzazione è stata modificata dai seguenti interventi legislativi: i) Direttiva 2009/83/CE che ha introdotto il Riferimento alla «sostanza economica» delle operazioni di cartolarizzazione, ha definito le regole per la verifica del significativo trasferimento del rischio di credito a terzi da parte dell'originator e ha eliminato il trattamento prudenziale favorevole per le linee di liquidità; ii) Direttiva 2009/111/CE che ha introdotto obblighi in materia di *risk retention*, di *due diligence* e di svolgimento di prove di stress sulle posizioni derivanti da cartolarizzazioni, di monitoraggio sulle posizioni sottostanti da parte del cedente o del promotore dell'operazione; iii) Direttiva 2010/76/CE (c.d. CRD III) che ha assoggettato le Posizioni verso la cartolarizzazione detenute nel trading book al medesimo trattamento prudenziale delle posizioni detenute nel banking book, ha innalzato i requisiti patrimoniali per le posizioni verso operazioni di ricartolarizzazione sia nel metodo standard sia nel metodo IRB, ha eliminato il riconoscimento dei rating basati su auto-garanzie e ha previsto l'obbligo per le SIM di rispettare la normativa in materia di mantenimento dell'interesse economico netto e di requisiti organizzativi, precedentemente vigente solo per le banche.

<sup>90</sup> Per tale ragione, il Comitato di Basilea, nel dicembre 2014, ha pubblicato un documento di revisione della normativa prudenziale sulle cartolarizzazioni "*Revision to the securitisation framework*", introducendo una nuova sequenza nell'utilizzo dei requisiti patrimoniali regolamentari, dipendente dalle informazioni di cui dispone l'intermediario sulle esposizioni verso le cartolarizzazioni.

Le modifiche più significative introdotte riguardavano:

- la gerarchia degli approcci, introducendo un ordine unico di priorità nell'applicazione dei metodi;
- i fattori di rischio considerati;
- l'ammontare della dotazione patrimoniale che le banche devono detenere per esposizioni verso cartolarizzazioni.

L'11 luglio 2016, il Comitato di Basilea ha pubblicato una norma aggiornata sui requisiti patrimoniali in materia di esposizioni verso la cartolarizzazione, introducendo uno specifico trattamento patrimoniale per le cartolarizzazioni STC (*simple, transparent, comparable securitisations*).

Con il Regolamento 2401 è stato completamente innovato il trattamento prudenziale delle operazioni di cartolarizzazione secondo due principali direttrici che vertono sulla possibilità di ridurre il più possibile il ricorso a valutazioni del merito di credito di agenzie esterne; e nell'incrementare la dotazione patrimoniale a fronte dei rischi derivanti dagli investimenti in posizioni verso le cartolarizzazioni.

Il nuovo quadro regolamentare può essere sintetizzato come segue:

- revisione della priorità nell'applicazione dei metodi di calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte di posizioni verso la cartolarizzazione;
- introduzione di un divieto generale per le ri-cartolarizzazioni, salvo alcune deroghe previste dal Regolamento 2401;
- introduzione di un fattore minimo di ponderazione del 15% per le posizioni verso la cartolarizzazione e del 100% per le posizioni verso la ri-cartolarizzazione;
- sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e semplificate (STS) a cui applicare fattori minimi di ponderazione più bassi;
- previsione di un fattore massimo di ponderazione del rischio per le posizioni verso la cartolarizzazione *senior* pari al fattore di ponderazione del rischio medio ponderato per l'esposizione che si applicherebbe alle esposizioni sottostanti se queste ultime non fossero state cartolarizzate (metodo *look-through*).

### **3.4.2 Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate**

Il Regolamento 2402 definisce i requisiti per le cartolarizzazioni STS ( Semplici, Trasparenti, Standardizzate). Per essere definite tali, le operazioni di cartolarizzazione, diverse da quelle ABCP, devono rispettare una serie di requisiti, tra i quali si rilevano<sup>91</sup>:

- la cartolarizzazione deve essere di tipo tradizionale; infatti, l'art. 20, par. 1, del Regolamento 2402 stabilisce che la società veicolo per la cartolarizzazione (*Securitisation Special Purpose Entity*, di seguito SSPE) acquisisce il titolo relativo alle esposizioni sottostanti tramite vendita o cessione effettiva o trasferimento

---

<sup>91</sup> D'Auria C., *Il nuovo securitisation framework*, www.dirittobancario.it, 2018.

avente gli stessi effetti giuridici in una maniera opponibile al venditore o a qualsiasi terzo.

- le esposizioni sottostanti devono essere omogenee per tipologia di attività e non devono comprendere alcuna posizione verso la cartolarizzazione (art. 20, parr. 8 e 9). Pertanto, una cartolarizzazione STS deve avere come sottostante un portafoglio di esposizioni che comprende una sola tipologia di attività e non può contenere nessuna esposizione verso un'altra cartolarizzazione (divieto di ricartolarizzazione); Non possono inoltre essere qualificate come cartolarizzazioni STS: le cartolarizzazioni il cui cedente, promotore e SSPE non sono tutti stabiliti nell'Unione Europea (art. 18); le cartolarizzazioni di titoli garantiti da mutui ipotecari su immobili commerciali (art. 20, par. 13);
- le esposizioni sottostanti sono create nel corso ordinario dell'attività del cedente o del prestatore originario nel rispetto di parametri di sottoscrizione rigorosi come quelli che tali soggetti applicano a esposizioni analoghe non oggetto di cartolarizzazione (art. 20, par. 10). Questo requisito è finalizzato ad evitare che le cartolarizzazioni STS contengano esposizioni create *ad hoc* per essere successivamente cartolarizzate, con il rischio di una minore attenzione in termini di valutazione del merito di credito (rischio di *moral hazard*);
- le esposizioni sottostanti non sono in stato di *default*, al momento della selezione, e il debitore delle medesime deve avere effettuato almeno un pagamento al momento del trasferimento (art. 20, parr. 11 e 12);
- il cedente, il promotore o il prestatore originario adempie l'obbligo di mantenimento del rischio (art. 21, par. 1). L'obbligo di mantenimento del rischio (*risk retention*) non è una novità della nuova normativa, essendo stato previsto per la prima volta dalla Direttiva 2009/111/CE del 16.9.2009, dopo la devastante esperienza dell'approccio *originate-to-distribute* che ha giocato un ruolo determinante nella rapida propagazione della crisi finanziaria avviata dai *default* sui mutui *subprime* americani;
- il rischio di tasso di interesse e il rischio di cambio derivanti dalla cartolarizzazione sono adeguatamente attenuati (art. 21, par. 2), anche mediante la stipula da parte della SSPE di contratti derivati; da sottolineare che nelle cartolarizzazioni STS la SSPE non può stipulare altri contratti derivati, all'infuori di quelli di copertura del rischio di tasso di interesse e del rischio di cambio;

- devono essere previste adeguate clausole di rimborso anticipato, come minimo nei casi di: deterioramento della qualità creditizia delle esposizioni sottostanti fino a una data soglia; evento di insolvenza riguardante il cedente o il gestore; calo del valore delle esposizioni sottostanti detenute dalla SSPE al di sotto di una determinata soglia; incapacità di creare sufficienti nuove esposizioni sottostanti che soddisfino la qualità creditizia prestabilita (art. 21, par. 6). Tale requisito è finalizzato a consentire una rapida chiusura dell'operazione nel caso di deterioramento del merito di credito del portafoglio sottostante, riducendo in tal modo il rischio che si determinino perdite di importo rilevante per gli investitori;
- prima della fissazione del prezzo, il cedente e il promotore mettono a disposizione dei potenziali investitori: i dati storici sulla *performance* statica e dinamica in termini di inadempienza e di perdite relativi a esposizioni sostanzialmente analoghe a quelle oggetto di cartolarizzazione; un modello di flusso di cassa delle passività che rappresenti precisamente il rapporto contrattuale che intercorre tra le esposizioni sottostanti e il flusso dei pagamenti tra il cedente, il promotore, gli investitori, altri terzi e la SSPE (art. 22, parr. 1 e 3);
- prima della emissione dei titoli, un campione delle esposizioni sottostanti è sottoposto a una verifica esterna condotta da un soggetto adeguato e indipendente (art. 22, par. 2).

I primi interventi di riforma della normativa prudenziale in materia di cartolarizzazione risalenti al 2009 siano stati finalizzati a inasprire i requisiti patrimoniale a fronte delle c.d. “ri-cartolarizzazioni”.

Per “ri-cartolarizzazione” si intende una cartolarizzazione in cui almeno una delle esposizioni sottostanti è una posizione verso una cartolarizzazione. Si tratta pertanto delle cartolarizzazioni di secondo, terzo livello o successivi, nelle quali l'investitore perde completamente di vista il portafoglio di *asset* sottostanti alle cartolarizzazioni e si concentra solo sul *rating* delle *tranches* di cartolarizzazione che va ad acquistare. Le ri-cartolarizzazioni risultano particolarmente rischiose, a livello sia di singolo investitore, sia sistemico, proprio in considerazione del fatto che si tratta di strumenti di tipo puramente finanziario, con una scarsa (se non pressoché nulla) connessione con l'economia reale.

Nell'ambito del nuovo *securitisation framework*, il principio generale è il divieto di ri-cartolarizzazione. Questo divieto è stabilito dall'art. 8 del Regolamento 2402.

Un'importante innovazione introdotta dalla nuova disciplina è quella relativa agli obblighi di comunicazione delle operazioni di cartolarizzazione STS.

Il cedente, il promotore e la SSPE notificano all'ESMA e alle autorità competenti se una cartolarizzazione non ABCP è conforme ai requisiti di cui agli artt. da 19 a 22, nonché le modalità con cui sono stati verificati. Qualora venga meno il rispetto di uno dei requisiti STS, il cedente e il promotore informano tempestivamente l'ESMA e le autorità competenti. L'ESMA pubblica sul proprio sito web un elenco delle cartolarizzazioni notificate STS, aggiornandolo qualora alcune di esse cessino di soddisfare i requisiti previsti.

Di seguito alcune delle informazioni richieste ai fini della notifica STS:

- informazioni di natura generica: tipologia di cartolarizzazione; codice identificativo dell'operazione; nome dell'operazione; paese di stabilimento dell'originator, sponsor, SSPE e *dell'original lender* nel caso di cartolarizzazioni non-ABCP; status della cartolarizzazione; tipologia di esposizione sottostante, ecc;
- informazioni di natura specifica circa: il trasferimento delle esposizioni sottostanti tramite vendita o cessione effettiva; il trasferimento delle esposizioni sottostanti con perfezionamento successivo alla data di conclusione dell'operazione e gli eventi che attivano tale perfezionamento; le dichiarazioni e garanzie in merito alla vendita delle esposizioni sottostanti; l'omogeneità delle esposizioni sottostanti per tipologia di attività; il divieto di trasferimento di esposizioni sottostanti in stato di *default*; le obbligazioni contrattuali in capo ai gestori, agli eventuali fiduciari e ai diversi soggetti coinvolti nella prestazione dei servizi; le misure a tutela della *performance* delle attività; disposizioni sulla risoluzione tempestiva dei contenziosi tra i diversi investitori e sulla responsabilità di eventuali fiduciari; dati storici sulla *performance* di esposizioni analoghe a quelle oggetto della cartolarizzazione, in termini di inadempienza e perdita; ecc.

Dal confronto tra i due *framework* normativi emerge, in primo luogo, la nuova gerarchia degli approcci. Infatti, l'approccio di base per le banche che utilizzano i metodi interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito (di seguito, banche IRB) è il metodo *Internal Rating Based Approach* (c.d. SEC-IRBA), mentre l'approccio di base per le banche che utilizzano la metodologia standardizzata per il

calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito (di seguito, banche SA) è quello denominato *Standardised Approach* (c.d. SEC-SA).

Entrambi questi approcci hanno la caratteristica di non avere bisogno di una valutazione esterna; ciò implica che con il nuovo *framework* in materia di cartolarizzazione tutte le banche (IRB e SA) possono calcolare i propri requisiti patrimoniali - a fronte delle posizioni verso le cartolarizzazioni - senza dover ricorrere alla valutazione delle agenzie di *rating*.

Il nuovo *securitisation framework* è destinato ad avere un impatto rilevante sui profili di rischio delle banche che intendono avvalersi di questa tecnica, nonché su quello delle banche che intendono investire in posizioni verso le cartolarizzazioni.

Nell'ottica del *risk manager*, infatti, rilevano, da un lato, la nuova gerarchia degli approcci che privilegia metodi di calcolo degli assorbimenti patrimoniali che non necessitano delle valutazioni delle agenzie esterne; dall'altro, rilevano anche i benefici connessi con le cartolarizzazioni STS, le quali tuttavia presuppongono il rispetto di criteri stringenti, nonché gli obblighi di comunicazione all'ESMA.

Assume anche rilievo la circostanza che gli importanti vantaggi connessi con le operazioni c.d. *tranchéd cover* siano stati confermati (anzi, probabilmente, sono stati incrementati in termini relativi rispetto ad altre tipologie di cartolarizzazioni), soprattutto nel caso in cui il soggetto che assume il rischio sulle prime perdite sia un soggetto di standing elevato.

## CONCLUSIONI

Alla luce dell'analisi condotta in merito alle operazioni di cartolarizzazione ed alla sua normativa, si è cercato di individuare quelli che sono i profili evolutivi che caratterizzano questa particolare operazione attraverso la quale una o più attività finanziarie non liquide, in grado di generare flussi di cassa, vengono convertite in attività negoziabili sul mercato dei capitali e quindi in titoli obbligazionari denominati *Asset Backed Securities* (ABS), soffermandosi, per prima nello studio di come la *securitisation* ha avuto origine e delineando i tratti essenziali della sua struttura operativa.

In Italia in particolare, il successo di tale operazione è in gran parte da riconoscere all'impianto robusto e allo stesso tempo flessibile della Legge 130/99, colmando alcune lacune del sistema giuridico italiano ed eliminando gli impedimenti normativi, civili e fiscali, che rendevano, in sua assenza, complicato ed oneroso la realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione. Anche se da una parte la Legge 130/99 ha fissato con chiarezza i capisaldi della struttura dell'operazione, dall'altra si è prestata a modifiche via via più recenti, come l'introduzione della disciplina delle obbligazioni bancarie garantite (c.d. *covered bonds*) e le disposizioni applicate alle operazioni di cartolarizzazione che contemplano la cessione di crediti, qualificati come deteriorati.

Successivamente, ci si è focalizzati sull'ottica internazionale descrivendo, con particolare riferimento alle cartolarizzazioni, quei principi contabili internazionali IAS/IFRS che rendono il trattamento contabile della cartolarizzazione univoco e coerente con gli standard utilizzati nei paesi al di fuori dell'Europa.

Di significativa importanza è stato anche il ruolo del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria analizzando i vari accordi (*Basilea1, Basilea2 e Basilea3*) in materia di revisione del *framework* sulle cartolarizzazioni che mira al rafforzamento dei requisiti patrimoniali a fronte delle esposizioni connesse a tali operazioni.

In conclusione, le nuove normative e disposizioni promulgate dal Parlamento Europeo nel 2017 fanno ben sperare in una definitiva regolamentazione chiara, completa ed esaustiva per quanto concerne diritti e doveri degli operatori coinvolti in un processo di cartolarizzazione e la valutazione dei rischi connessi.

## BIBLIOGRAFIA

Balducci, D. *Il bilancio d'esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*. Edizioni FAG Srl, 2007.

Banca d'Italia, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare N 263 del 27 dicembre 2006.

Banca dei regolamenti internazionali, *80a Relazione annuale, 1° aprile 2009 – 31 marzo 2010*, Basilea, Svizzera, 2010.

Battaglia F., *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, FrancoAngeli, Milano, 2015.

Broccardo E., *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano, 2015.

Callegaro F., *La cartolarizzazione dei crediti: le società, i contratti, la vigilanza*, Ipsoa, Milano, 2003.

Cuccovillo, F., Messina, P. *Le operazioni strutturate su crediti*. Maggioli Editore, 2012

D'Amico E., and Papas EN., *La disciplina dello IAS 39 e del SIC 12 sulle operazioni di cartolarizzazione*, Quaderni Monografici, Rirea, n. 65, 2008.

D'Auria C., *Il nuovo securitisation framework*, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2018.

D'Auria C., Chiefalo F., *il documento del comitato del basilea sulla revisione del framework in materia di cartolarizzazioni*, Moderari, Roma, 2015.

Dagnino F., Agostini A., *La garanzia dello Stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze ("GACS"): è legge il nuovo strumento per smaltire i crediti in sofferenza*, in il Sole 24 Ore (Diritto 24), 19 Giugno 2016.



- Dell'atti, S., *La cartolarizzazione dei crediti. Problematiche attuali alla luce dei nuovi orientamenti*. Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005.
- Damilano M., *La securitisation dei crediti*, Giappichelli ,Torino, 2000.
- De Angeli, S., Oriani, M. E., *La securitization dei crediti bancari*. FrancoAngeli, 2000.
- De Angelis, *Elementi di diritto contabile. Disciplina civilistica e principi contabili internazionali*, Giuffrè, Milano, 2011.
- Dezzani F., Biancone P.P., Busso D, *IAS/IFRS Manuale*, Ipsoa, Milano, 2010.
- Erzegovesi, L., et al. *Il securitisation framework di Basilea III e le garanzie pubbliche su portafogli di prestiti alle PMI*. Department of Economics and Management, 2015.
- Fauceglia, G., *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*. G. Giappichelli, 2002.
- Ferri, G. *Cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese Italiane*, Studi e note di economia, 1998.
- Ferro Luzzi P., *La cartolarizzazione: commento alla legge 30 Aprile 1999, n°130*, Giuffrè, Milano, 2005.
- Fondazione Luca Pacioli, *L'armonizzazione contabile nell'Unione Europea - Studio n. 4*, maggio 2002.
- Forestieri G., *Corporate and Investment banking*, Egea, 2007.
- Galanti E., Maragoni M., *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, La disciplina italiana dei Covered Bond n. 58*, Banca d'Italia.
- Galiani S., Polimeni F., and Proietti M., *Credit derivatives e cartolarizzazione: le diverse tipologie, le tecniche e i modelli, i metodi di valutazione, l'analisi dei rischi*, Il sole 24 ore, 2003.

- Galletti, D., Guerrieri, G. *La cartolarizzazione dei crediti*. Il Mulino, 2002.
- Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, FrancoAngeli, Milano, 2004.
- Giovando, G., *La cartolarizzazione dei crediti*. Giappichelli Editore, 2006.
- Gyntelberg J., Remolona E. M., *La cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico: implicazioni per i rischi di liquidità e di credito*, in “Rassegna trimestrale BRI”, giugno 2006.
- Iacopozzi C., *L'applicazione di Basilea 2. in Italia: aspetti tecnici ed elementi di riflessione*, CEDAM, Assago, 2009.
- Jobst A. *The regulatory treatment of asset securitisation: the Basle securitisation framework explained*, Center for Financial Studies 2005.
- Kupiec P.H., “*Capital Adequacy and Basel II*”, Federal Deposit Insurance Corporation, Center for Financial Research, Working Paper, n. 2/2004.
- Luciani V, “*Concetto di controllo nell'IFRS 10*” Consolidated Financial Statement, 2011.
- Mauro M., *Natura economica e rilevazione contabile dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti bancari*, Aracne, Roma, 2005.
- Mazzuca M., *Cartolarizzazioni bancarie in Italia: nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano, 2015.
- Mazzucca M., *Securitization, CDO e covered bonds. Strumenti e tecniche di frontiera per le banche: caratteristiche, mercato e rating*, Bancaria Editrice, Roma, 2007.
- Messina P., *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell' economia*, Giappichelli, Torino, 2009.

Modulo, F., Zaccagnini C. *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti. Le nuove leggi civ. comm.*, 2000.

Morbidelli G., *Cartolarizzazione, aspetti teorici e applicazione pratica*, Giappichelli, Torino, 2002.

OIC. *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*. Il sole 24 ore, 2005.

Origoni G., Grippo & Partners. *Modifiche alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti* 2010.

Pardolesi R., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, Giuffrè, Milano, 1999.

Pilati, Andrea. *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità. Convegno AIAF, Milano*, 2017.

Pisoni, P., et al. *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Euroconference, Verona, 2003.

Porzio C., *Le differenti modalità di gestione degli attivi problematici. "Securitisazione e crediti in sofferenza"*, Bancaria Editrice, Roma, 2001.

REGOLAMENTO (UE) 2017/2402 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 12 dicembre 2017.

REGOLAMENTO (UE) 2017/2401 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 12 dicembre 2017.

Rumi G., *Securitisazione: la cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, Il sole 24 ore, 2001.

Rusconi G., *Bilanci in Europa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999.

Spotorno, L., *La cartolarizzazione dei crediti bancari: aspetti generali*. BancariaEditrice, Roma, 2001.

Troiano, V., CAPRIGLIONE, Francesco. *Le operazioni di cartolarizzazione: profili generali*. CEDAM, 2003.

Verna F., *Finanza Strutturata*, Lulu.com, 2007.

Zanelli M., *La cartolarizzazione e le strutture di rating in il controllo del rischio di credito, in il rischio creditizio* a cura di Szego G., Varetto F., Utet, 1999.

## **SITOGRAFIA**

[www.bancaria.it](http://www.bancaria.it)

[www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

[www.securitization.it](http://www.securitization.it)

[www.tuttalafinanza.it](http://www.tuttalafinanza.it)

[www.europa.eu](http://www.europa.eu)

[www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)