

**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI
FOGGIA**

Facoltà di Economia

**Corso di laurea in Economia
Aziendale**

**TESI DI LAUREA
IN
CORPORATE BANKING**

**PROFILI EVOLUTIVI DELLA
CARTOLARIZZAZIONE ED EVIDENZE
EMPIRICHE**

Relatore:

Chiar.ma

Prof.ssa Elisabetta D'Apolito

Correlatore:

Avv.to Clemente Ciampolillo

Laureanda:

Valentina Pia Gaudiano

ANNO ACCADEMICO 2010-2011

PROFILI EVOLUTIVI DELLA CARTOLARIZZAZIONE ED EVIDENZE EMPIRICHE

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1

La struttura di un'operazione di cartolarizzazione

- 1.1** Le origini e i caratteri generali della cartolarizzazione
- 1.2** Fasi e costi dell'operazione
- 1.3** Soggetti coinvolti nell'operazione
 - 1.3.1** L' originator
 - 1.3.2** L' arranger
 - 1.3.3** La società di rating
 - 1.3.4** Il servicer
 - 1.3.5** La Special Purpose Vehicle - SPV
 - 1.3.6** Le diverse tipologie di cessione
 - 1.3.7** Le garanzie: interne e esterne
 - 1.3.8** Il trustee

CAPITOLO 2

Il contesto normativo italiano

- 2.1** Lo sviluppo della cartolarizzazione in Italia
- 2.2** La legge 130/1999
 - 2.2.1** aspetti positivi e negativi della Legge 130/1999
- 2.3** I controlli di vigilanza nel processo di cartolarizzazione

2.4 Obblighi informativi delle Società Veicolo: Provvedimento 29/4/2011

CAPITOLO 3

Scenario normativo Europeo

3.1 Gli IAS in ambito di cartolarizzazione

3.1.1 IAS 39

3.1.2 IAS 27

3.1.2 SIC 12

3.2 L'Accordo di Basile 2 e l'attività di cartolarizzazione- Scenari evolutivi

3.3 I nuovi scenari operativi della cartolarizzazione: gli effetti di Basilea 3

CAPITOLO 4 – CASE STUDY

Esecutività di un'operazione di cartolarizzazione

- Caso Banca del Monte di Foggia – Risvolti pratici e valutativi di un'operazione di cartolarizzazione

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

RIFERIMENTI NORMATIVI

Introduzione

La cartolarizzazione dei titoli di credito si può definire come una delle più rilevanti innovazioni finanziarie degli ultimi anni.

Lo scopo principale di tale tecnica, consiste nel generare benefici patrimoniali ed economici ai soggetti che adottano tale pratica, realizzare vantaggi in termini di generazione del capitale di credito, gestire meglio la liquidità e in particolare amministrare il rischio di credito.

Nel primo capitolo vengono illustrate le origini di tale forma di finanziamento per poi passare alle caratteristiche fondamentali dell'intero processo di cartolarizzazione che vengono espletate chiarendo prima le fasi principali di cui si compone l'operazione e poi i soggetti coinvolti.

Nel secondo capitolo si affronta tutto quello che è il contesto normativo italiano. Si parte da come la cartolarizzazione abbia preso piede in Italia per poi analizzare la norma cardine del nostro paese: la Legge 130/1999, soffermandosi su gli aspetti positivi e negativi di tale norma e prendendo in esame il Provvedimento 29/4/2011, relativamente agli obblighi informativi della Società Veicolo. Dopo di che si affronta con un'ottica critica quelli che sono i contenuti della Legge 130 e in fine vengono indicate le principali logiche relative ai controlli di vigilanza nel processo di cartolarizzazione.

Nel terzo capitolo si sposta l'attenzione su quello che è lo scenario normativo Europeo.

Il contenuto del primo argomento è lo studio dei principi contabili internazionali dedicati alla cartolarizzazione, poi si prende in analisi il Nuovo Accordo sul Capitale e in fine una estrapolazione dei più importanti contenuti della Direttiva Europea del 2009.

Infine nel quarto capitolo, si pone l'attenzione su un caso pratico di cartolarizzazione, il caso della Banca del Monte di Foggia, cercando di estrapolare tutte quelle evidenze empiriche utili per comprendere in modo più approfondito ed accurato quelle che sono le dinamiche che animano un'operazione a scopo di cartolarizzazione, cercando soprattutto di esprimere una conclusione critica su quelli che sono gli effetti, le conseguenze e i tangibili punti d'arrivo di una così complessa operazione finanziaria.

CAPITOLO 1

PROFILI E FASI DI UN'OPERAZIONE DI CARTOLARIZZAZIONE

1.1 Le origini e i caratteri generali della cartolarizzazione

La cartolarizzazione (o securitization) è una tecnica finanziaria consistente nella cessione di attività o beni di una società (detta originator) attraverso l'emissione ed il collocamento di titoli obbligazionari.

I beni, per lo più costituiti da crediti di attività patrimoniali capaci di generare flussi di cassa, quali ad esempio crediti o immobili, sono ceduti a società "veicolo" (SPV) che hanno come oggetto esclusivo la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione. Le società veicolo emettono, a loro volta, titoli definiti asset-backed securities (ABS) che consentono di ottenere un rendimento maggiore rispetto alle normale obbligazionari, essendo più rischiosi. Tali titoli possono essere iscritti da investitore pubblici o istituzionali. Quindi le società veicolo versano al cedente il corrispettivo economico ottenuto da tale attività.

È una delle tecniche più diffuse di rivoluzione finanziaria che è stata applicata da banche, intermediari finanziari, amministrazioni pubbliche e imprese negli ultimi decenni¹.

Le originarie operazioni di cartolarizzazione furono intraprese negli Stati Uniti negli anni Settanta e hanno avuto ad oggetto mutui ipotecari residenziali. Tale tecnica si diffuse poi in Europa, soprattutto in Gran Bretagna e Francia, poi in Giappone e in Italia, estendendosi ad altre tipologie di attività cartolarizzabili.

La prima cartolarizzazione di attivi fu realizzata negli USA da "Bank of America" nel 1977 su un portafoglio di mutui immobiliari, attraverso l'emissione di titoli composti da crediti ipotecari, noti come "Mortgage-backed Securities – MBS". La

¹Damilano M., Giappichelli, La securitisation dei crediti, Torino, 2000

ragione per cui si decise di ricorrere a questa nuova forma di finanziamento fu per far fronte alle difficoltà del settore dei mutui immobiliari.

Nel corso degli anni le operazioni di cartolarizzazione iniziarono a coinvolgere altre categorie di prestiti, oltre a quelle ipotecarie, iniziò così ad esserci una distinzione tra gli MBS (titoli di natura immobiliare) e gli “Asset-backed Securities-ABS”, di natura finanziaria.

Fu proprio nel 1982 che iniziarono ad essere intraprese operazioni di securitization di vario genere. In primis di prestiti industriali e commerciali, poi nel 1984 di crediti al consumo, e ancora negli anni che seguirono varie banche, quali la Marine Midland Bank di New York, la Sperry Corporations (ora Unisys), la Republicbank Delaware e la Bank of America emisero manovre di cartolarizzazione di prestiti elargiti per contratti di leasing, acquisto di automobili e titoli connessi alle carte di credito.

Sebbene la propagazione della cartolarizzazione sia stata alquanto pigra a causa delle varie regolamentazioni dei paesi, a differenza degli Stati Uniti, nel resto del mondo si è sviluppata senza la distinzione tra MBS e ABS.²

Tra i primi paesi in cui prese forma questa tipologia di finanziamento, ricordiamo la Gran Bretagna.

In questo paese, la prima operazione venne compiuta nel 1985 dalla Bank America Finance International, sui mutui residenziali. Dopo due anni ci fu un ulteriore passo in avanti con l'emissione di MBS da parte della Trustee Saving Bank.

In Francia, invece, venne designata la legge n° 1201 (successivamente modificata dalla legge n° 93-6 del 4 gennaio del 1993) basata sull'istituzione di specifici Fonds Comuns de Creances (fondi comuni di debito).

In Giappone la cartolarizzazione si esplicò tramite prestiti ipotecari e in un secondo tempo con differenti varietà di attivi. In particolar modo è utile ricordare che nei Paesi Asiatici le iniziali attività furono cartolarizzate attraverso la cessione all'estero³, fu così che la cartolarizzazione venne elaborata come la decisione che avrebbe permesso di fronteggiare la crisi del 1997 che colpì questi paesi.

Quindi in Asia le originarie iniziative di cartolarizzazione ebbero come contenuto prestiti in sofferenza, che diedero vita al mercato dei CDO, dei titoli derivanti da ipoteche su immobili commerciali (RMBS) e leasing cartolarizzati. Fu poi in un

²Damilano M., Giappichelli, *La securitisation dei crediti* Torino, 2000

³ Gyntelberg J., Remolona E. M., *La cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico: implicazioni per i rischi di liquidità e di credito*, in “Rassegna trimestrale BRI”, pagg. 69-80, giugno 2006.

secondo tempo che si diffuse il mercato delle ABS, i cui titoli derivavano da mutui e crediti alle famiglie.

I principali Paesi emittenti ABS furono Giappone, Australia e Corea, mentre in paesi come Filippine, Hong Kong, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia si insediò in dimensioni inferiori.

In Italia, la prima operazione di cartolarizzazione venne eseguita nel 1990 dalla Citicorp Investment Bank di Londra, l'operazione si caratterizzò per la cessione di canoni di leasing da parte della controllata Citicorp Finanziaria Spa, in attività nel campo del credito al consumo. Le operazioni che seguirono furono intraprese da società di leasing, industriali e di servizi, come Finleasing Spa, Inleasing, Alitalia, Olivetti e Finmeccanica. Una ampia azione di cessione di canoni di leasing, pari a circa 800 miliardi di lire, venne intrapresa da Sanpaolo Leasint.

Un importante passo avanti fu fatto con la Legge n.130 del 30 aprile 1999 che ha finalmente immesso nel nostro Paese una guida alla quale potersi attenere nella pratica della cartolarizzazione. Dal 1999 a oggi nel nostro paese sono state sottoscritte operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti in sofferenza, obbligazioni societarie, finanziamenti alle famiglie, crediti al consumo, mutui ipotecari sia da banche che compagnie assicurative.

1.2 Fasi e costi dell'operazione

Le fasi principali del processo di cartolarizzazione sono quattro⁴:

- 1) Selezione di un portafoglio di attività da cartolarizzare
- 2) Cessione del portafoglio alla società veicolo (SPV)
- 3) Emissione e collocamento ABS
- 4) Remunerazione dei titoli emessi (ABS)

La prima fase si sostanzia di una scelta fondamentale, quale la definizione iniziale del portafoglio di asset da cedere, quindi da cartolarizzare. Durante questa fase, la banca, nonché società cedente o originator, prende in considerazione quelli che sono gli attivi che costituiscono il suo portafoglio (prestiti nel proprio SP), i quali dovranno essere dotati di specifici requisiti.

⁴ Giancarlo Forestieri; *Corporate e Investment Banking*; Egea 2007.

Innanzitutto dovranno essere idonei a produrre flussi di cassa, al fine di garantire il pagamento degli interessi e il rimborso dei titoli emessi. Inoltre, tali asset dovranno rispettare determinati requisiti:

- Connotati di omogeneità, sia sotto il profilo giuridico che finanziario (forma tecnica, rendimento, durata, ammortamento) in modo tale da rendere le operazioni standardizzate.
- Operazioni sottostanti diversificate, cioè di differente natura (mutui, crediti al consumo, leasing ecc.) in modo tale che il rischio sia stabile e misurabile.
- Flussi di cassa regolari e prevedibili
- Importo complessivo del portafoglio rilevante.

La seconda fase, consiste nella cessione dei crediti ad una società veicolo, SPV (può anche essere rappresentata da un fondo comune d'investimento), che viene ad essere costituita dalla banca, la cui banca cede il portafoglio di attività a questa SPV. La cessione può essere sia pro-soluto che pro-solvendo, ed è valida dal momento in cui viene pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale.

Questa società, il cui oggetto sociale è esclusivo, è indipendente e specializzata nell'attività di cartolarizzazione, diventa titolare delle attività cedute dall'originator e permette che gli asset da cartolarizzare siano totalmente indipendenti dal patrimonio del soggetto cedente.

La terza fase consiste nella emissione e nel collocamento degli ABS presso gli investitori. La SPV trasforma i crediti in titoli, quindi in ABS, che vengono così collocati sul mercato e poi successivamente acquistati dagli investitori ad un determinato prezzo.

Questa trasformazione consiste, innanzitutto nell'equiparare le ABS agli strumenti finanziari definiti dal TUF, inoltre essendo assimilate alle obbligazioni negoziate sui mercati regolamentati, è necessario attenersi a degli obblighi informativi. Innanzitutto, l'emittente deve redigere un prospetto informativo sui titoli cartolarizzati, in secondo luogo, qualora si tratti di offerta al pubblico l'operazione deve essere necessariamente sottoposta a rating.

La quarta ed ultima fase consiste nella remunerazione dei titoli cartolarizzati. L'acquisto dei titoli da parte degli investitori genera dei proventi che serviranno alla SPV per pagare il prezzo dei crediti che la società cedente (banca) ha ceduto alla SPV. La remunerazione di cui gli investitori hanno diritto deriverà dai flussi

di cassa prodotti dal debitore della banca, quindi tale debitore altro non dovrà fare che continuare a pagare alle scadenze prefissate le quote capitali più gli interessi, i cui interessi altro che non saranno i flussi di cassa che verranno trasferiti alla SPV per remunerare i sottoscrittori delle ABS. Da ciò si può concludere che la riuscita di tale operazione andrà a dipendere fortemente dalla idoneità del cedente di onorare i propri impegni alla scadenza.

Un'operazione di cartolarizzazione, sicuramente, comporta dei costi e soprattutto dei rischi.

Tali costi possono essere di varia natura e complicati da stimare ai fini della valutazione della fattibilità dell'operazione. In primo luogo ci sono i costi amministrativi, sono rappresentati dalle commissioni di sottoscrizione e collocamento e dalle commissioni di gestione e amministrazione; le prime sono dovute alla merchant bank, che si occupa del collocamento delle ABS; le seconde includono i vari costi di gestione e amministrazione, tra cui le retribuzioni dei soggetti che gestiscono l'intera operazione (inclusi i consulenti esterni e il personale specializzato, le spese di vendita connesse allo smobilizzo delle attività, i costi legati all'identificazione degli asset e quelli relativi agli obblighi informativi e di pubblicazione del programma di cartolarizzazione.

Vi sono poi altri costi da emissione relativi alle spese legali, contabili, alle commissioni pagate alla società di *rating*, ai soggetti garanti esterni e al trustee. Inoltre sono da considerare tutti i costi che si sosterranno successivamente l'emissione delle ABS per monitorare ed avere informazioni sull'evoluzione delle performance delle attività.

Nel costo totale dell'operazione, per correttezza, devono anche essere inclusi i costi legati alle forme di garanzia interne benché sostenuti soltanto in caso di effettive perdite. Infine, è necessario tener conto del costo del debito, ossia del tasso di interesse corrisposto agli investitori di ABS che dipende dal rating assegnato dall'agenzia.

Una operazione di securitization apporta notevoli benefici, tra cui una gestione più flessibile dei rischi associati al portafoglio di attivi sottostante, ma non permette la loro completa eliminazione in quanto vengono frazionati e distribuiti tra i vari operatori che, a vario titolo, partecipano all'operazione.

Le tipologie di rischio connesse a una operazione di cartolarizzazione si possono suddividere in quattro classificazioni.

Il primo è il rischio di credito, dipende dalla capacità dei debitori ceduti di adempiere alle condizioni contrattuali delle proprie obbligazioni.

Il secondo è il rischio della struttura e dipende dalla struttura delle modalità di pagamento ai sottoscrittori dei titoli.

Il terzo è rappresentato dai rischi legali, si intende la correttezza formale dell'operazione e che l'eventuale fallimento dell'originator o di qualunque altro soggetto che abbia preso parte all'operazione non possa compromettere i diritti degli investitori.

Infine, vi è un quarto rischio, che è quello di credito attribuibile a soggetti terzi che possono prendere parte all'operazione, come il servicer o il credit enhancers. È fondamentale che questi rispettino le condizioni contrattuali e inoltre svolgono un ruolo indispensabile affinché i sottoscrittori vengano remunerati.

1.2 Soggetti coinvolti nell'operazione

I soggetti che vengono ad essere coinvolti nell'esecutività di questo processo sono:

- L'originator
- L'arranger
- La società di rating
- Il servicer
- La SPV
- La cessione e i finanziatori
- Il Credit Enhancer
- Il trustee

1.3.1 L'originator

L'originator, o cedente, può essere una banca, un intermediario finanziario non bancario o una impresa non finanziaria che intende scorporare dal proprio bilancio classi di attività precedentemente originate, attraverso una operazione di securitization. Generalmente è una società di grande dimensione, la cui attività è in fase di crescente sviluppo, che presenta volumi di impieghi e di indebitamento estremamente elevati, ai quali difficilmente può far fronte tramite il mero ricorso diretto al sistema bancario¹. Questa operazione permette al cedente di ottenere liquidità e di gestire in modo attivo la propria esposizione al rischio.

Tradizionalmente tale ruolo è stato ricoperto da banche e società finanziarie per i benefici² che ne possono trarre in relazione ai limiti giuridico fiscali e patrimoniali imposti dalle legislazioni di vari Paesi agli intermediari finanziari; recentemente anche imprese industriali, commerciali, cinematografiche e discografiche hanno iniziato a far ricorso alla securitization. Nel mercato statunitense, ad esempio, le società che maggiormente ricorrono a questo strumento finanziario sono: le banche, società emittenti carte di credito, società che svolgono l'attività di credito al consumo, società di leasing.

L'attività dell'originator consiste nel selezionare i crediti iscritti nel proprio bilancio e nel cederli a una società veicolo che può pagare il corrispettivo dovuto per intero al momento della cessione, o in parte al momento del trasferimento dei crediti e in parte dopo l'integrale rimborso di tutti i titoli emessi. Il volume di risorse liquide incassate dal cedente con la vendita è detto *advance level* o *advance rate*. L'eventuale differenza positiva tra gli interessi incassati dai crediti e gli interessi corrisposti agli investitori, al netto delle perdite sui crediti e dei costi operativi, viene normalmente assegnata all'originator sotto forma di differenziali periodici (*excess spread*) oppure di un valore finale alla conclusione dell'operazione, dopo che tutti i sottoscrittori di ABS sono stati soddisfatti (*deferred purchase price*).

L'originator seleziona e aggrega gli attivi da cartolarizzare sulla base di criteri che rispecchiano gli obiettivi prefissati, e possono essere: la forma tecnica del

¹ Camozzi, Bonisconi, *La securitization in Italia*, Studio Legale e Tributario, Milano, marzo 2006, disponibile al sito web www.cbalex.it.

² I benefici sono legati alla possibilità di incrementare i volumi intermediati, diversificare le fonti di raccolta e ottimizzare la politica di funding, oltre a migliorare la struttura economico-patrimoniale. Damilano M. (2000).

finanziamento, la tipologia della garanzia, la vita residua, l'ammontare residuo del credito, la tipologia del tasso di interesse, le caratteristiche dei debitori o la loro localizzazione geografica. Il contratto di compravendita dei crediti (re-*ceivables purchase agreement*) deve garantire l'acquisto della proprietà degli attivi da parte della SPV, che deve pertanto rinunciare alla possibilità di rivalersi nei confronti dell'originator in caso di insolvenza dei debitori. La decisione di attuare una operazione di cartolarizzazione è legata alla convenienza relativa rispetto ad altre soluzioni, che consentono di raggiungere i medesimi obiettivi. Sono stati già descritti in precedenza i costi legati ad una operazione di securitization; più nello specifico, i costi che l'originator deve sostenere, e che variano in base alla complessità dell'operazione, possono essere classificati in³:

- **iniziali:** sono i costi relativi alla creazione della struttura e all'avvio del processo e includono le spese relative alla selezione e analisi del portafoglio di attività da cedere, allo studio di fattibilità, alla costituzione dello SPV, alle commissioni riconosciute ad alcuni soggetti per il servizio offerto (agenzia di rating, arranger, servicer, banca di investimento), alla comunicazione per il collocamento e la quotazione delle ABS, e all'organizzazione dell'intera operazione.
- **ricorrenti:** sono costi di natura operativi, affrontati durante tutta la vita dei titoli, e si riferiscono agli oneri di monitoraggio del portafoglio e alle commissioni per alcuni partecipanti all'operazione.

Poiché tali costi sono elevati e la prima operazione richiede un notevole sforzo organizzativo ed economico, l'originator è incentivato alla cartolarizzazione se la dimensione del portafoglio ceduto è elevata e vi è una reale aspettativa di ricorrere in futuro ad altre operazioni della stessa specie.

In questo caso, i costi aggiuntivi relativi alla cartolarizzazione di crediti simili a quelli della prima operazione saranno contenuti.

1.3.2 *L'arranger*

³ Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano, 2004.

L'arranger è quel soggetto che fornisce consulenza all'originator e che da forma e organizza l'operazione aiutando la banca nella definizione degli obiettivi, infatti il suo intervento avviene prima del collocamento.

Questo soggetto può essere una società finanziaria o una banca che esegue la funzione di merchant bank, oppure una SIM (società d'intermediazione finanziaria) o una società di consulenza finanziaria. Quindi, quasi sempre si tratta di un soggetto sottoposto a vigilanza.

L'arranger propone alla banca tutte le eventuali soluzioni e la selezione del portafoglio, che vengono poi valutate in base ai risultati scaturiti dall'analisi dei costi e benefici che possono derivare da un'operazione del genere. Questo soggetto può intervenire anche in altre attività che riguardano la sfera della cartolarizzazione, come il collocamento sul mercato, la quotazione in borsa dei titoli e la loro sponsorizzazione. Inoltre, può anche svolgere la funzione di credit neanche, con il compito di rendere le caratteristiche dei titoli quanto più possibili idonee alle pretese del mercato nel quale i titoli verranno emessi. Deve essere un soggetto che goda di un'ottima reputazione, che sia garanzia della buona strutturazione dell'operazione in quanto può arrivare ad operare su mercati internazionali e che conquisti la fiducia degli investitori.

La figura dell'arranger non è disciplinata dalla Legge 130/1999, ma segue la normativa del settore di appartenenza della natura giuridica in cui si presenta.

1.3.3 La società di rating

La società di rating svolge un ruolo di valutazione dell'emissione dei titoli, prendendo in esame la qualità delle attività sottostanti, l'ammontare delle garanzie dei titoli cartolarizzati, l'ammontare delle garanzie fornite dai debitori, la solvibilità dei soggetti terzi e la struttura giuridico - fiscale⁴.

Nel svolgere queste previsioni, l'operato della società di rating andrà innanzitutto ad influenzare le scelte degli investitori e soprattutto cercherà di individuare il rischio creditizio.

Il rating è quindi il giudizio espresso dalla società sul grado di rischio, e non è una garanzia di pagamento, né una raccomandazione a comprare/vendere i titoli. La cartolarizzazione genera prodotti non facilmente valutabili da parte degli investitori finali, che non hanno le capacità di analisi, gli strumenti idonei e il

⁴Giancarlo Forestieri; *Corporate e Investment Banking*; Egea 2007.

contatto con i debitori originari necessari per poter stimare autonomamente la qualità delle ABS emesse. Per questo motivo si ricorre al giudizio dell'agenzia di rating.

Il rating assegnato dipende dall'expected loss, la perdita attesa, che viene calcolata come prodotto tra la probabilità di insolvenza relativa a un determinato orizzonte temporale (probability of default, PD), il valore nominale del portafoglio al momento dell'insolvenza (exposure at default, EAD) e il tasso di perdita in caso di insolvenza (loss given default, LGD).

$$EL = PD \times EAD \times LGD$$

Una volta definiti i flussi finanziari attesi, si delineano i diversi scenari possibili e viene assegnata una probabilità di manifestazione a ogni livello presunto di perdite future, stimando il livello di perdite medie.

Il rating tiene inoltre conto del rischio di credito del portafoglio cartolarizzato, della struttura di pagamento, della struttura legale dell'operazione, del rischio connesso ai partecipanti alla cartolarizzazione, delle caratteristiche dell'originator (procedure per la gestione, l'incasso, il recupero del credito,..), la natura dei debitori originari, la disponibilità di garanzie a supporto del credito e di liquidità, il monitoraggio dopo l'emissione delle ABS e l'esperienza del management sul mercato delle cartolarizzazioni. Il rating, quindi, prende in considerazione solo i rischi interni, mentre quelli esterni, relativi all'evoluzione dei tassi di interesse o al rimborso anticipato da parte della SPV, vengono esclusi dal giudizio. Vengono dunque stimati:

1. il rischio di credito, viene valutato con un approccio di tipo quantitativo (concentrazione settoriale e geografica, numero di crediti ceduti,..), raccogliendo informazioni sul tasso di ritardo nei pagamenti, il livello di sofferenza e i relativi tassi di recupero; si determina la distribuzione delle perdite future e si definisce il credit enhancement. In futuro, probabilmente, verrà utilizzato un approccio più qualitativo, che dia meno peso ai dati storici e tenga conto anche delle caratteristiche economiche e personali di ogni debitore e creditore;
2. il rischio di struttura, che fa riferimento ad eventi negativi imputabili a una non corretta organizzazione dell'operazione, quali la possibilità di mismatch tra i flussi dovuti agli investitori e quelli riscossi dai debitori, la possibilità di rimborso anticipato da parte del debitore originario e il

conseguente rischio di reinvestimento da parte dello SPV di tali somme, inadempienze civilistiche o fiscali;

3. i rischi giuridici, sono legati alla verifica della realizzazione di una vendita dei crediti e alla verifica che il trasferimento di eventuali garanzie reali sia effettuato a norma di legge;
4. i rischi propri dei soggetti coinvolti, che riguardano il merito creditizio del cedente, dei garanti, del servicer, e i rischi giuridici in capo alla SPV.

Il rating è un indicatore sintetico, di semplice comprensione e internazionalmente riconosciuto, con il quale si comunica agli investitori la capacità dell'emittente di adempiere alle proprie obbligazioni. A parità di condizioni, maggiore è il rating assegnato, minore può essere il rendimento offerto dai titoli; a parità di rating, al crescere delle scadenze dei titoli aumenta la perdita attesa.

Le fasi attraverso le quali l'agenzia organizza l'analisi per giungere a un giudizio sono: operazioni di due diligence presso l'originator (si verifica se si hanno tutte le informazioni necessarie per valutare correttamente il rischio), valutazione delle performance storiche (attraverso metodologie statistiche su serie storiche, stress test, analisi statiche e dinamiche), valutazione delle principali caratteristiche del portafoglio (analisi storiche e prospettive dell'intero portafoglio o di ogni singolo credito).

L'agenzia di rating, dopo aver espresso il proprio giudizio, continua a monitorare l'andamento dell'emissione e a valutare l'impatto di ogni evento significativo sul merito creditizio assegnato inizialmente procedendo, se necessario, a modificare il rating. Si può quindi avere un downgrading, cioè un abbassamento del giudizio, dovuto prevalentemente a difficoltà economiche del credit enhancement o di altre controparti coinvolte, o un upgrading, legato principalmente a una buona performance dei crediti sottostanti.

Il rating espresso dalle agenzie specializzate apporta vantaggi a due categorie di soggetti, agli investitori e agli emittenti. Per i primi soggetti il rating semplifica le decisioni di investimento, fornisce un benchmark per determinare il rendimento dei titoli ed è una sorta di assicurazione poiché è un giudizio sulla qualità del credito e sull'integrità strutturale dell'operazione espresso da terzi indipendenti⁵.

⁵ D'Amico E., Papa N., *La disciplina dello IAS 39 e del SIC 12 sulle operazioni di cartolarizzazione*, Quaderni Monografici Rirea, n.65, 2008.

Per gli emittenti, un giudizio positivo sui titoli favorisce l'accesso a nuovi investitori e aiuta nella riduzione del costo della raccolta⁶.

1.3.4 Il servicer

Il servicer (o credit manager) è una società di servizi specializzata nella gestione del portafoglio oggetto dell'operazione e, soprattutto, nella amministrazione e incasso dei crediti provenienti da questa e delle problematiche connesse; normalmente esso è nominato dallo SPV.

Il servicer svolge svariate attività: riscuote i pagamenti dai debitori ceduti, controlla lo stato delle garanzie prestate, avvia le eventuali azioni legali nei confronti dei debitori insolventi, provvede al pagamento dei sottoscrittori delle ABS, gestisce la liquidità in eccesso e fornisce informazioni ai soggetti coinvolti. Il servicer si occupa inoltre della predisposizione periodica di un report con il quale rende conto del proprio lavoro alla SPV e al trustee, indicando la natura dei crediti oggetto di cartolarizzazione, le caratteristiche delle garanzie, la situazione giuridica dei debitori, al fine di individuare il profilo di rischio del pool di crediti sottostante e quindi il prezzo appropriato. L'attività svolta dal servicer aumenta di importanza al diminuire della qualità dei crediti ceduti e la commissione che gli viene riconosciuta (servicing fee) varia tra lo 0,6% e lo 0,8% del capitale residuo alle diverse scadenze⁷.

Nei casi in cui l'originator è un intermediario finanziario, e l'operazione di cartolarizzazione ha per oggetto crediti in bonis con una bassa percentuale di default, spesso è il cedente stesso che ricopre il ruolo di servicer con lo scopo di ridurre i costi complessivi dell'operazione, percepire la relativa commissione, mantenere i rapporti con la propria clientela e facilitare la riscossione dei crediti. Se l'operazione riguarda, invece, crediti non performing, quindi in sofferenza, il ruolo del servicer viene affidato a un soggetto professionale specializzato in funzioni di advisor, o a gestori diretti del processo di riscossione degli attivi. L'originator, in questo caso, svolge soltanto più funzioni meramente amministrative.

⁶Damilano M., Giappichelli, La securitisation dei crediti, Torino, 2000

⁷ Damilano M., Giappichelli, La securitisation dei crediti, Torino, 2000

1.3.5 La Special Purpose Vehicle- SPV

Le società veicolo (o SOCAR – società per la cartolarizzazione) sono entità giuridiche appositamente costituite per l’acquisto delle attività cedute dall’originator e per la successiva emissione di titoli garantiti dal portafoglio cartolarizzato. La funzione principale della SPV è quella di rendere concreto il distacco dei crediti cartolarizzati dal bilancio della società cedente, massimizzando la tutela nei confronti degli investitori.

La SPV è quindi una società avente ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione, per cui l’attività operativa deve essere limitata a quelle strettamente necessarie allo svolgimento delle operazioni stesse e al pagamento completo e puntuale degli investitori in ABS (natura di special purpose company). Per finanziare l’acquisto delle attività, il veicolo emette titoli collocati presso gli investitori, che verranno poi rimborsati attraverso le somme corrisposte allo SPV dai debitori ceduti. Sorge così un vero e proprio “patrimonio destinato”, costituito solo dai flussi di cassa relativi ad ogni operazione di cartolarizzazione; nel caso in cui la SPV avesse in essere più operazioni, avrà tanti “patrimoni separati” quante sono le operazioni stesse.

Al veicolo deve essere garantita la natura di bankruptcy remote company, per la protezione da possibili istanze di fallimento da parte dello stesso SPV oppure da terzi creditori (fallimento volontario o involontario). Ciò si concretizza in vincoli all’oggetto sociale e all’attività operativa, in limitazioni a ulteriore indebitamento, nelle dipendenze degli amministratori per quel che riguarda le scelte gestionali, nella impossibilità di avviare operazioni straordinarie, nella priorità assoluta degli investitori in ABS per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale, e nella separatezza legale del vincolo e del portafoglio cartolarizzato. Tali requisiti devono comparire sia negli atti ufficiali di costituzione dello SPV, sia nei documenti relativi ad ogni operazione di securitization⁸.

È necessario che la SPV sia un soggetto indipendente dall’originator perché se ci fossero rapporti di partecipazione tra le due società gli attivi ceduti rientrerebbero nel bilancio consolidato e non vi sarebbe una vera segregazione dei crediti dal bilancio del cedente. La SPV ha inoltre la funzione di controllare l’operato dei soggetti partecipanti all’operazione, di verificare che essi agiscano nel rispetto

⁸ Bruno B., “La cartolarizzazione dei crediti”, in Fabrizi P. L., Forestieri G., Mottura P., *Gli strumenti e i servizi finanziari*, Egea, Milano, 2000.

degli accordi e contratti prestabiliti, con criteri di efficienza e funzionalità. La società veicolo è a sua volta controllata dall'agenzia di rating e dalle Autorità di Vigilanza.

La scelta della forma giuridica, come quella relativa alla scelta della sede legale dello SPV, sono scelte operative da attuare in sede di costituzione della società veicolo. Giuridicamente, a seconda della legislazione nazionale vigente nel Paese nel quale si pone in essere l'operazione, e in base alle esigenze e alla struttura dell'operazione stessa, le società per la cartolarizzazione dei crediti possono assumere la forma di:

- special purpose company, società costituite ad hoc, con l'unico scopo di cartolarizzare determinati crediti. Consentono una gestione più efficiente dei flussi di cassa perché i flussi in uscita (collegati ai titoli emessi) sono slegati dai flussi in entrata (derivanti dalle attività acquistate);
- società di capitali;
- trust, ai quali vengono affidate le attività cedute, che sono destinate esclusivamente al rimborso dei titoli emessi; i creditori del cedente non hanno diritto di rivalsa sui beni del trust, così come i creditori del trust non lo hanno sul patrimonio del cedente;
- fondi comuni di investimento: gli attivi sono eliminati dal bilancio dell'originator e sono trasferiti al fondo, costituito da tali crediti e dalle somme man mano incassate dai debitori ceduti; le ABS emesse rappresentano quote di partecipazione al fondo; lo SPV non risulta essere una società costituita appositamente per la cartolarizzazione ma una società di gestione del risparmio;
- cooperative;
- combinazioni delle precedenti forme giuridiche.

In molti casi lo SPV viene costituito in un paese con un ordinamento giuridico favorevole da parte di organismi senza scopo di lucro (charitable trust), che sono appositamente costituiti: essi sottoscrivono il capitale della SPV, sono obbligati a mantenerlo in vita fino al termine dell'operazione e si impegnano a fargli svolgere l'attività operativa prevista dagli accordi contrattuali⁹.

⁹ Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano, 2004.

1.3.6 Le diverse tipologie di cessione

Affinché il rischio relativo agli asset ceduti venga trasferito ad altri soggetti è necessario che:

- la cessione avvenga con la clausola pro-soluto;
- il cedente non abbia garanzie sui titoli;
- non vi siano rapporti partecipativi tra originator e SPV;
- venga evitato il riacquisto dei titoli da parte del cedente.

Più in generale, le principali strutture con le quali si può realizzare una cartolarizzazione sono tre: pass-through, asset backed bond, pay-through; le differenze tra i modelli ruotano attorno¹⁰:

1. alla natura del diritto cartolarizzato (qualificabile come diritto di credito nei confronti del cessionario, ovvero come diritto di proprietà su quote del portafoglio a suo tempo acquistato dal cessionario);
2. alla consequenziale titolarità degli attivi smobilizzati (ravvisabile in capo alla cessionaria, ovvero direttamente in capo agli investitori);
3. alle modalità di pagamento previste per soddisfare i portatori dei titoli rappresentativi (subordinate al soddisfacimento delle aspettative creditorie del cessionario rispetto ai crediti cartolarizzati, ovvero, almeno formalmente, indipendenti dal comportamento dei debitori ceduti).

La struttura pass-through è stata la prima ad essere utilizzata negli Stati Uniti a metà anni Settanta e attualmente è usata nelle operazioni di auto loan-backed securitization e di mutui ipotecari, per l'emissione quindi di mortgage-backed securities. In questo caso l'originator elimina i crediti dal proprio bilancio attraverso un deposito a un veicolo che assume la forma di un trust, società a gestione passiva, senza un proprio patrimonio, che non acquista la proprietà degli attivi ma agisce in nome e per conto degli investitori in ABS. La SPV, come contropartita agli attivi acquistati, emette titoli di partecipazione che rappresentano quote del trust; gli investitori in ABS diventano quindi beneficiari

¹⁰ Pardolesi P. La Cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla l. 130/1999, collana dei "Quaderni di Giurisprudenza commerciale", Giuffrè, Milano, 1999.

ownership di una quota parte degli attivi ceduti. I titoli emessi, infatti, incorporano un diritto di proprietà sugli attivi cartolarizzati. Per quanto riguarda le modalità di pagamento agli investitori, essi sono strettamente correlati ai flussi pagati dai debitori ceduti; infatti l'ammortamento delle ABS (flussi di pagamento) corrisponde esattamente all'ammortamento dei crediti (flusso di incasso), al netto delle commissioni per il veicolo.

Questa struttura, per le caratteristiche che presenta, comporta una gestione dei flussi poco flessibile ed è soggetta al rischio di rimborso anticipato, in quanto le attività che compongono il pool possono essere pagati anticipatamente rispetto alla scadenza stabilita e ciò rende la sequenza temporale dei cash flow incerta a priori.

La struttura Asset Backed Bond, invece prevede che l'originator ceda ed elimini dal proprio bilancio gli attivi acquistati dalla società veicolo, che può essere una società di persone, di capitali o un trust. La SPV acquista la titolarità dei crediti ed emette titoli che rappresentano un'obbligazione. A differenza della struttura pass-through, i pagamenti agli investitori in ABS non sono correlati agli interessi generati dagli attivi cartolarizzati; la società veicolo, infatti, colloca le proprie passività ma ha la completa libertà di ristrutturare i flussi finanziari derivanti dai crediti acquistati dall'originator in tranches di titoli con scadenza diversa, indipendentemente dai vincoli imposti dalle scadenze relative ai crediti ceduti.

Questa struttura permette alla SPV di soddisfare meglio le esigenze degli investitori offrendo una gamma più ampia di possibili forme di investimento, tenendo conto però dell'aggravio di costi che possono essere generati dal disallineamento delle scadenze.

La struttura pay-through è quella maggiormente utilizzata negli Stati Uniti e risulta essere una combinazione delle due precedenti. Infatti, la cessione degli attivi avviene con la clausola pro-soluto per cui la SPV (società di capitali, di persona o trust) iscrive nel proprio Stato Patrimoniale i crediti acquistati ed emette titoli che rappresentano un'obbligazione. A differenza della struttura pass-through, i titoli restano quindi nella titolarità della SPV e non diventano mai proprietà degli investitori. Vi è inoltre una correlazione tra i flussi in entrata e quelli in uscita in quanto i pagamenti degli interessi e delle quote di capitale relativi alle ABS sono collegati in termini di scadenza ai flussi derivanti dai crediti ceduti.

Come risulta evidente dalla descrizione delle tre strutture tipiche di ABS, in ogni operazione di cartolarizzazione il soggetto cessionario-emittente svolge una funzione determinante, in quanto dalla forma giuridica che esso assume (società di persone, di capitali, o trustee), dagli strumenti che usa (ad esempio il trust) e dal rapporto che instaura con gli investitori (cessione del diritto di proprietà ovvero obbligo di corrispondere una certa somma ad una certa data) dipende la qualificazione tecnico- giuridico- finanziaria dell'operazione stessa e, in molti casi, la sua riuscita. Infatti, se il cessionario-emittente resta proprietario degli attivi anche dopo la collocazione sul mercato e la vendita dei titoli, l'operazione verrà qualificata come pay-through o come asset-backed bond (e non come pass-through), a seconda del tipo di obbligazione che esso assume nei confronti di chi possiede i titoli: se indipendente rispetto agli interessi generati dai prestiti cartolarizzati, si avrà asset-backed bond, altrimenti pay-through.

La scelta tra i tre modelli è condizionata da valutazioni che investono la qualità degli attivi cartolarizzati ed il rating di cui il portafoglio gode, oltre che le condizioni generali di mercato e, dunque, la maggiore o minore disponibilità degli investitori a rischiare. Tali valutazioni tecniche vengono normalmente compiute dall'originator, il quale (come pare del tutto evidente) quanta più libertà di scelta detiene, tanto meglio può operare¹¹.

1.3.7 Le garanzie: interne e esterne.

Le agenzie di *rating* richiedono un certo livello di garanzie accessorie per poter assegnare il massimo punteggio ai titoli emessi e collocati sul mercato. Se la qualità dei crediti ceduti è bassa, sarà difficile stimare i flussi di cassa futuri, il rischio di credito sarà maggiore e maggiori saranno le garanzie accessorie richieste a supporto dell'operazione di cartolarizzazione.

Vi sono quindi delle istituzioni finanziarie che offrono supporto di credito per la copertura delle eventuali insolvenze (*credit enhancer*) e/o linee di liquidità per il corretto soddisfacimento degli investitori (*liquidity provider*) e/o protezione al veicolo dal rischio di cambio e di tasso (*swap provider*)¹².

¹¹ Padolesi P. La Cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla l. 130/1999, collana dei "Quaderni di Giurisprudenza commerciale", Giuffrè, Milano, 1999.

¹² ¹² Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano, 2004.

Le forme di garanzia possono essere di tipo interno, se prestate direttamente dall'originator, o di tipo esterne, se prestate da soggetti terzi. Normalmente vengono utilizzate congiuntamente.

Le forme di garanzia interne consentono di strutturare operazioni di cartolarizzazione più semplici e di ridurre le commissioni dovute a terzi, ma la copertura è solo parziale in quanto si propongono di ridurre solamente il rischio di credito e di liquidità. Oltre alle numerose e diffuse forme di garanzia con le quali l'originator si assume la facoltà o l'impegno a riacquistare gli attivi ceduti, le principali garanzie interne sono:

- **Cessione con sconto**, i crediti vengono ceduti alla SPV per un valore inferiore al valore nominale, che viene scontato a un tasso di interesse che esprime la perdita attesa; quest'ultima viene determinata sulla base di un percentuale fisiologica che tiene conto di una serie storica di performance registrate negli ultimi 3-4 anni da categorie di crediti simili a quelli in oggetto¹³. La quota di rischio di credito determinata rimane quindi in capo all'*originator*. Si può dubitare che tale soluzione rappresenti realmente una forma di garanzia poiché spesso le cessioni di crediti avvengono a un valore inferiore a quello nominale.
- **La liquidità**, è una forma di garanzia che prevede che l'originator metta a disposizione della SPV una linea di credito per la copertura di eventuali squilibri di cassa.
- **La overcollateralization**, si ha una situazione di overcollateralization quando la società veicolo emette ABS per una somma inferiore a quella dei crediti sottostanti; le attività in eccesso detenute dalla SPV formano una garanzia poiché i flussi di cassa da esse derivanti possono essere utilizzate per coprire un eventuale fabbisogno di liquidità non previsto dovuto a ritardi negli incassi oppure per sostenere eventuali maggiori insolvenze non stimate inizialmente. I vantaggi della overcollateralization sono la semplicità della struttura e una scarsa probabilità di una riduzione del rating delle ABS a seguito di un venir meno del garante. Gli svantaggi, invece, riguardano l'originator che ottiene un volume di liquidità inferiore

¹³ Ad esempio, se la banca smobilizza crediti per un valore nominale di 1.000, e la percentuale di perdita fisiologica è del 3%, la cessione dei crediti alla SPV avverrà per un valore non superiore a 970.

a quello potenziale poiché una parte dei crediti non vengono convertiti in titoli; vi è un utilizzo del capitale poco efficiente e il peggioramento della qualità dei crediti ceduti comporta un deterioramento anche della garanzia, la cui capacità viene meno proprio quando si rende necessaria. Questa forma di garanzia è utilizzata nelle operazioni di securitization americane, mentre in Europa è poco diffusa.

- **Il credit tranching** ,questa forma di garanzia consiste nell'emissione di due (o più) classi di titoli che si differenziano per il grado di priorità nel pagamento (*seniority*). A ogni scadenza, dopo aver coperto tutti i costi operativi della SPV, le commissioni, gli interessi e i rimborsi di capitale a fronte delle linee di liquidità e i pagamenti dovuti per gli swap, i flussi di cassa vengono utilizzati in via prioritaria per il pagamento delle cedole e il rimborso dei titoli senior, privilegiati. Solo quando questi sono soddisfatti, si passa al pagamento dei titoli junior, subordinati. Di solito viene emessa una terza classe di titoli intermedia, i mezzanine, il cui rimborso è subordinato a quello dei titoli privilegiati. I titoli senior sono generalmente sottoscritti dalla banca di investimento che assiste l'originator nel collocamento delle ABS, hanno un rating elevato e un rendimento piuttosto basso. I titoli mezzanine normalmente hanno un rating elevato e, in caso di mancato collocamento presso gli investitori, l'originator si impegna a sottoscrivere questi titoli (meccanismo di tipo *best effort*) che rappresentano una ulteriore forma di garanzia ai sottoscrittori dei titoli privilegiati. Infine, i titoli junior non hanno un rating e normalmente sono sottoscritti dall'originator; percepiscono una remunerazione eventuale, solo se rimangono delle disponibilità dopo aver soddisfatto gli investitori dei titoli senior e mezzanine, e supportano le perdite sui crediti o i ritardi nei pagamenti. La classe di titoli junior può anche essere collocata sul mercato, con una pubblica offerta o un collocamento privato, generando così una garanzia offerta da terzi. Il credit tranching può essere utilizzato come forma di garanzia per permettere all'originator di dimostrare di non aver effettuato l'operazione di cartolarizzazione con l'intento di liberarsi dei crediti di peggior qualità e cercando di "ingannare" il mercato¹⁴. I vantaggi di questa forma di garanzia sono significativi: la garanzia è

¹⁴ Damilano M., Giappichelli, La securitisation dei crediti, Torino, 2000

costituita dai flussi di cassa (interesse e capitale) relativi ai titoli junior, e non solo dalla solidità del garante; offre un rendimento vantaggioso in quanto i titoli senior hanno un buon rapporto rendimento/rischio; vi è una scarsa probabilità di un abbassamento del rating dei titoli privilegiati dovuto all'inadeguatezza della copertura. Gli svantaggi sono invece da individuare nella complessità della struttura e nel fatto che, per garantire una copertura totale delle eventuali perdite, l'ammontare delle tranche junior dovrebbe corrispondere al valore dell'intero portafoglio, con il venir meno della possibilità di emettere titoli senior.

- **Lo spread fund o reserve account.** L'originator costituisce un apposito fondo di riserva alimentato nel tempo con il versamento periodico della differenza tra il valore degli interessi generati dai crediti ceduti e quelli corrisposti ai sottoscrittori di ABS, al netto dei costi operativi. Il fondo è quindi a garanzia di una parte dell'excess spread, ed è intestato alla SPV che lo utilizza in caso di insolvenze o ritardi nei flussi di incasso provenienti dal pool di attività cartolarizzate. Maggiori sono gli interessi sugli attivi ceduti, al netto dei costi, e maggiore è la possibilità di ricorrere a tale forma di garanzia. Quando i titoli sono interamente rimborsati, o il fondo di garanzia raggiunge il limite massimo prefissato, i fondi in eccesso sono riconosciuti all'originator come proventi addizionali.
- **La riserva di garanzia,** con questa garanzia la SPV indica all'originator un intermediario finanziario (che può essere la stessa banca cedente) presso il quale costituire un deposito in garanzia; quest'ultimo viene utilizzato nel caso in cui le ABS non siano interamente rimborsate e viene smobilizzato solo quando il rimborso dei titoli è integrale. Tale forma di garanzia non permette all'originator l'effettivo scorporo di tutti i crediti ceduti, ma solo del valore degli attivi al netto della riserva costituita.

Le garanzie esterne, invece offerte da soggetti terzi che permettono alle ABS di ottenere un rating più elevato di quello dell'originator, ma che non può superare quello assegnato alla controparte garante. Le tecniche di garanzie esterne consentono di gestire, oltre al rischio di credito e di liquidità, anche altre tipologie di rischi incorporati nei titoli ABS. Tali forme, associate a quelle di garanzia interna, comportano un'eliminazione pressoché totale dei rischi insiti in una operazione di cartolarizzazione.

Le forme di credit enhancement esterne sono finalizzate all'ulteriore riduzione del rischio di credito insito nel portafoglio di attivi cartolarizzati. La tecnica di base consiste nell'assunzione del rischio di default per un valore multiplo dell'incidenza normale degli insoluti, che viene determinata sulla base di indagini sulle performance storiche del portafoglio delle attività, sulla affidabilità dei soggetti coinvolti e sulla validità della struttura giuridica utilizzata. Generalmente il garante si assume un rischio pari a 7-8 volte la percentuale di sofferenza relativa agli ultimi 3-4 anni. Il garante spesso è rappresentato da una compagnia di assicurazione, che offre una polizza assicurativa, o una banca, che offre una lettera di credito, che possono prevedere un sostegno illimitato o limitato a importi precedentemente pattuiti. Queste due forme di garanzia sono semplici da strutturare, i garanti sono soggetti ad elevato "standing" creditizio e il rischio di credito si può annullare se il sostegno è totale. Si ha il caso contrario se la garanzia è parziale; inoltre, nel caso della lettera di credito, la banca richiede elevate commissioni.

Si può inoltre ricorrere a interest rate swap o currency swap per gestire altre eventuali tipologie di rischio, ad esempio il mismatching tra la struttura delle attività e quella delle ABS (passività). Se il debitore decide di rimborsare il debito anticipatamente, la SVP deve investire le somme incassate cercando di ottenere un rendimento congruo con i flussi che deve corrispondere agli investitori di ABS. Questo accade quando i tassi sui crediti cartolarizzati sono alti e i tassi di mercato calano, e i debitori ceduti possono rifinanziarsi a condizioni più favorevoli. Il rischio di rimborso anticipato e di reinvestimento non sempre sono semplici da stimare; il secondo rischio può essere attenuato facendo ricorso a un provider, un soggetto che reinveste le somme in un apposito conto il cui tasso viene determinato inizialmente e rimane fisso per tutta la durata dell'operazione, ricorrendo a un'opzione call o utilizzando un total return swap, che copre dal rischio di reinvestimento, di liquidità e di tasso di interesse.

In ogni caso la scelta tra le diverse forme di garanzia dipende dal rapporto tra costi da sostenere e benefici offerti e non può prescindere dall'esame della struttura dell'operazione stessa.

1.3.8 Il Trustee

Il trustee si pone come tramite tra la SPV e gli investitori in ABS per rappresentare in modo unitario i diritti dei sottoscrittori, vigilare sull'attività del servicer e della SPV, informare i sottoscrittori di eventuali modifiche nel giudizio di rating o nelle condizioni del portafoglio ceduto. Normalmente è l'emittente che conferisce al trustee un mandato fiduciario che lo rende l'unico soggetto in grado di esercitare azioni legali sui diritti di sfruttamento degli attivi, di proprietà della società veicolo. Il trustee ha anche la funzione di direzione e amministrazione; può intervenire per fissare il rendimento dei titoli e sostituirsi al servicer, se questo è inadempiente.

CAPITOLO 2

IL CONTESTO NORMATIVO ITALIANO

2.1 Lo sviluppo della cartolarizzazione in Italia

In Italia il procedimento di cartolarizzazione è stato frenato da problemi di natura legale, soprattutto nella fase di emissione dei valori mobiliari, i quali prevedono uno stretto rapporto tra i titoli di natura obbligazionaria emessi e il patrimonio della società (cfr. art. 2410 c.c., art. 11 T.U.B.). Nel nostro ordinamento, infatti, il patrimonio societario assume una funzione di garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi, per tale motivo la SPV emittente avrebbe dovuto dotarsi di ingenti mezzi patrimoniali, il che avrebbe reso l'operazione di securitization antieconomica e non competitiva. Viceversa nel caso della cartolarizzazione la tutela dei portatori dei titoli è assicurata dal processo di segregazione degli attivi sui quali vengono emessi gli ABS. Questo processo limita l'autonomia della SPV tutelando i creditori, i quali possono rivalersi solo sugli attivi oggetto di cartolarizzazione; gli investitori non possono avere alcuna pretesa nei confronti della SPV né dell'Originator in quanto i titoli vengono emessi con la clausola "limited recourse".

I vincoli normativi hanno fatto sì che si rendesse possibile separare il processo di securitization attraverso la costituzione di due SPV, entrambe indipendenti dall'originator, una SPV che acquisti pro-soluto il portafoglio crediti ceduto dall'originator e che sia qualificata come società di factoring di diritto italiano; un'altra SPV costituita da un "off-shore" (gruppo estero) il quale da un lato effettua l'emissione delle ABS, dall'altro eroga alla prima S.P.V. (italiana) un finanziamento rimborsabile secondo i flussi finanziari derivanti dal portafoglio crediti; nel suo attivo figura pertanto, il prestito erogato, che in quanto ai flussi generati e grado di rischiosità, "replica" il portafoglio crediti di proprietà dell'S.P.V. italiana. Con l'approvazione definitiva, in data 30 aprile 1999, della legge sulla cartolarizzazione dei crediti (Legge 30 aprile 1999 n° 130) si consente

la realizzazione delle operazioni di cartolarizzazione anche in Italia, superando molti dei problemi prima descritti, avendone disciplinato la materia.

Un primo esame dei contenuti principali della Legge 130/99 fa emergere alcuni aspetti di rilievo. Il primo è contenuto nell'art. 1, il quale dispone che la legge si applichi ai "crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti". La previsione della applicazione ai soli crediti pecuniari potrebbe sembrare limitativa. Peraltro, considerato che tali crediti possono essere anche non ancora esistenti, il campo di applicazione si allarga di molto, 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.). Viceversa non è applicabile ad alcune fattispecie, quali le "sintetic securitization" che si realizzano attraverso la cessione del solo rischio creditizio utilizzando strumenti derivati (credit default swap)

La cessione, come abbiamo detto, può avvenire sia nella forma pro-soluto che pro-solvendo, anche se appare più adatta la prima, in quanto consente la effettiva segregazione degli asset. Sembra che la Legge 130/99 non abbia voluto porre limitazioni alla forma della cessione per evitare di precludere eventuali tecniche innovative di cartolarizzazione e o realizzare operazioni per fini specifici.

I crediti oggetto della cessione, essendo normalmente una pluralità di rapporti, possono essere individuabili tutti insieme. Per la individuabilità dei crediti occorre far riferimento a criteri oggettivi di omogeneità idonei a consentire ai debitori (e ai terzi in generale) la conoscibilità della cessione sulla base della pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale.

Per quanto concerne, invece, 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. E' 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. La loro individuabilità ai fini dell'efficacia pubblicitaria avverrebbe attraverso i criteri oggettivi indicati per i crediti "in blocco".

Da rilevare che la disciplina della cessione dei crediti futuri è già stata consentita dalla Legge 21/2/1991 n° 52, che ha disciplinato la cessione dei crediti d'impresa, al fine di favorire lo sviluppo in Italia del factoring, altrimenti limitato dalle

disposizioni civilistiche. L'art. 3 della legge 52/91 consente la cessione "anche prima che siano stati stipulati i contratti dai quali sorgeranno" e, nel caso questi siano anche "in massa", possono essere ceduti purché "sorgeranno da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a ventiquattro mesi" e purché sia individuato il debitore ceduto.

Con riferimento alla operazione di cessione, la legge prevede un quadro normativo di favore che, sulla base della pubblicazione della cessione sulla Gazzetta Ufficiale e attraverso l'applicazione dei meccanismi dell'art. 58 T.U. bancario, facilita tra l'altro l'opponibilità ai terzi, il trasferimento delle garanzie accessorie e le eventuali trascrizioni nei pubblici registri.

Nel nostro ordinamento la segregazione dei crediti ceduti si realizza ora attraverso:

1. la cessione di tali crediti ad una società cessionaria specializzata nelle operazioni della specie (art. 3);

2. il vincolo di destinazione, in via esclusiva, delle somme corrisposte dai debitori ceduti alla soddisfazione dei diritti incorporati nei titoli emessi per l'acquisto dei crediti cartolarizzati (oltre che per pagare i costi della procedura) (art. 1, comma 1, lett. b).

Con riferimento al primo punto, la Legge istituisce una nuova tipologia di intermediario finanziario specializzato nella realizzazione delle operazioni in esame, le "società per la cartolarizzazione dei crediti" che si rendono cessionarie dei crediti da cartolarizzare ed emettono i titoli oggetto della cartolarizzazione. Le due funzioni possono essere svolte anche da due soggetti diversi (cessionario ed emittente), entrambi qualificati quali "società per la cartolarizzazione dei crediti" e disciplinati dalle medesime norme.

Entrando più nel dettaglio, la disciplina delle "società per la cartolarizzazione dei crediti" prevede:

- l'esclusività dell'oggetto sociale nella realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione
- la separazione del patrimonio della società rispetto al portafoglio di crediti ceduti e tra i più portafogli oggetto di operazioni di cartolarizzazione diverse, al fine di segregare i patrimoni ceduti;

- l'applicazione alle stesse della disciplina del titolo V del T.U. bancario, ad eccezione, tra le altre, della previsione inerente il capitale minimo di L. 1 mld..

L'attività svolta dal cessionario, rientrando nel titolo V del T.U. bancario, comporta l'obbligo di iscrizione del Vehicle nell'elenco generale ex art. 106 e, ai sensi del Decreto del Ministero del Tesoro del 4 aprile 2001, anche a quello "speciale" ex art. 107, anche in assenza dei requisiti dimensionali.

I margini di flessibilità normativa consentiti dal T.U. bancario permettono infatti di definire con normativa secondaria (Decreto del Ministero del Tesoro) sia i criteri specifici per l'iscrizione delle società del tipo in esame nell'elenco speciale (art. 107, 1° comma T.U. bancario) che la individuazione di requisiti patrimoniali particolari (art. 106, 4° comma lett. b). Tale possibilità è stata utilizzata per imporre una disciplina meno stringente alle "società per la cartolarizzazione dei crediti", tenuto conto dell'assenza di rischio assunto dal Veicolo e dalla necessità di evitare allo stesso di dover sostenere oneri elevati.

Ciò anche in relazione all'assenza della funzione di garanzia del patrimonio della società veicolo nei confronti dei portatori dei titoli, in quanto questi ultimi sono garantiti solo dai crediti segregati. L'indifferenza del patrimonio societario spiega anche l'esclusione operata dalla Legge 130/99 (art. 5, comma 2) dall'applicazione dei limiti giuridici all'emissione di obbligazioni (artt. da 2410 a 2420 del c.c.) e alla raccolta del risparmio dal pubblico (art. 11 comma 2 del T.U. bancario), sottraendo così le emissioni di titoli oggetto di cartolarizzazione dai vincoli di correlazione al capitale proprio.

L'esclusione dall'applicazione della normativa civilistica sulle obbligazioni pone qualche problema di inquadramento della natura dei titoli ABS: sembrerebbe che la Legge 130/99 abbia voluto individuare una nuova tipologia di titoli senza peraltro specificarne la disciplina nella Legge, ma tipicizzandoli solo dal punto di vista fiscale.

Alle emissioni di ABS si applica la disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio, per la quale la Consob ha emanato un'apposita disciplina inerente per la redazione del prospetto informativo (art. 2, 2° e 3° comma) e per regolare l'obbligo di sottoposizione a "rating" nel caso in cui l'operazione sia rivolta al pubblico oltre che agli investitori istituzionali.

Per la quotazione in borsa degli ABS per via telematica, la Borsa S.p.A. ha integrato il “Regolamento dei mercati organizzati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.”.

Sotto il profilo fiscale, è prevista l’applicazione della disciplina fiscale ordinaria sui titoli emessi, consistente nella ritenuta del 12,5% sugli interessi. E’ stata così evitata l’applicazione dei regimi più severi previsti per i titoli atipici.

Emerge, qualche perplessità nell’applicazione alle “società veicolo” della disciplina fiscale ordinaria (nessuna previsione è infatti contenuta nella legge), considerata la basilare funzione svolta di segregare degli attivi e non essendo, sostanzialmente, un soggetto finalizzato a scopo di lucro. Ciò potrebbe comportare dei costi aggiuntivi alla procedura di cartolarizzazione e, pertanto, aumentarne i costi.

Da rilevare infine la disciplina fiscale di favore (art. 6, 2° comma) per le operazioni di cartolarizzazione realizzate dalle banche sulle sofferenze entro due anni dalla data di entrata in vigore della Legge: la possibilità di imputare direttamente al patrimonio netto (riserve patrimoniali) le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti e sulle garanzie prestate al cessionario, trasferendole al conto economico per cinque esercizi in quote costanti.

L’ultimo articolo della Legge 130/99 (art. 7) dispone l’applicazione delle norme, “in quanto compatibili”, alle operazioni di cartolarizzazione realizzate tramite:

- fondi comuni di investimento aventi ad oggetto crediti;
- l’erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte delle società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli.

La prima fattispecie (fondi comuni) è disciplinata dal Testo Unico sugli intermediari finanziari e dalla normativa di attuazione. Quest’ultima, in particolare, prevede la forma “chiusa” del fondo e l’obbligo di investimento esclusivo in crediti o in titoli rappresentativi di crediti.

La seconda fattispecie fa riferimento alle operazioni di subparticipation, che realizzano la segregazione all’interno del bilancio del cedente. Queste infatti consistono in un finanziamento concesso dal veicolo che emette i titoli all’Originator su di una massa ben individuata di crediti e nel vincolo contrattuale di destinazione dei pagamenti effettuati dai debitori alla restituzione di tale finanziamento. I debiti restano correlati ai titoli emessi dalla società veicolo pur

restando di proprietà dell'Originator. Tale opzione sembra poter consentire lo sviluppo del c.d. project financing.

A partire dall'introduzione della Legge n. 130 del 30 Aprile 1999, le operazioni di cartolarizzazione in Italia si sono estese speditamente, infatti a oggi il mercato italiano della *securitisation* è uno dei più sviluppati in Europa insieme a quello inglese e spagnolo.

Per poter comprendere le esatte dinamiche dell'andamento del mercato italiano possiamo seguire l'illustrazione della figura 2.1.

Osservando i volumi di emissione, è possibile rilevare in che modo dal 2001 essi si dispongano su valori alquanto apprezzabili. A conferma di ciò, l'importante posizione del mercato italiano alla fine del 2001, ricoprendo uno dei ruoli più operosi a livello europeo, occupando il secondo posto dopo il Regno Unito.

Uno degli aspetti più importanti da rilevare dall'osservazione dell'andamento del mercato, è che, a partire dal 2002 i volumi di emissione non sono mai andati al di sotto della soglia dei 30 milioni di Euro, e soprattutto si può notare come le emissioni siano state costanti anche nel 2007, anno protagonista di una crisi finanziaria.

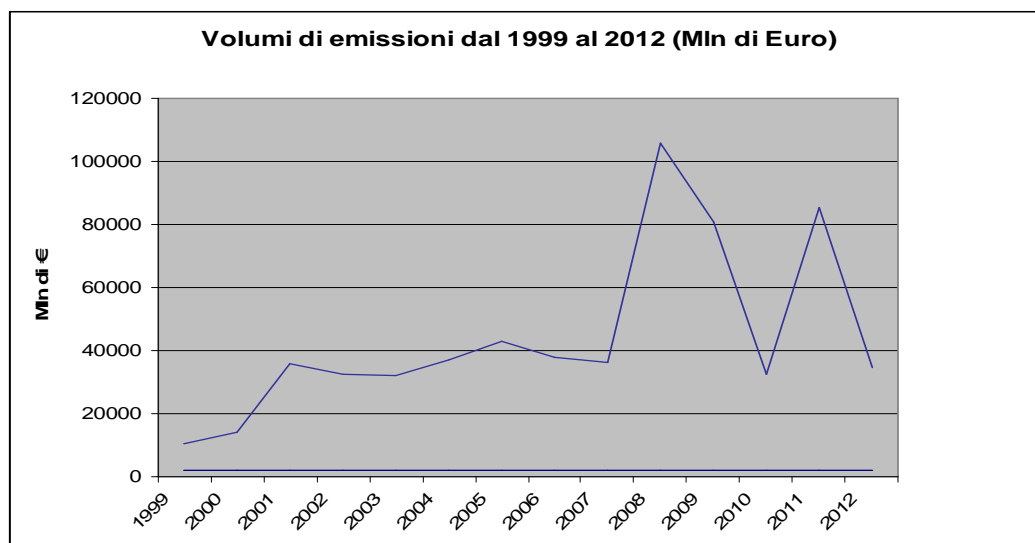
Una differenza in negativo delle emissioni di titoli obbligazionari è ravvisabile tra il 2006 e 2005, la cui causa è essenzialmente attribuibile alla ridotta azione di collocamento da parte di enti pubblici, evidenziando così un andamento discretamente costante fino al 2005 e poi una discesa nel 2006.

Tra il 2006 e il 2007, abbiamo un andamento in discesa per poi sfociare nel massimo picco che sia potuto registrare nell'intervallo di tempo in esame, arrivando a volumi di emissioni che superano i centomilioni.

È proprio dopo questo elevato picco, tra il 2009 e il 2010, che si inizia a registrare un vertiginoso e inarrestabile calo, attribuibile al rallentamento dell'intero sistema finanziario a causa della crisi sub prime.

Tra il 2010 e il 2011 si iniziano a registrare i primi segni di un andamento in ripresa, ma che a oggi risente ancora fortemente di una di una di quelle che è tra le più grandi crisi che il sistema finanziario abbia potuto subire.

Figura 2.1: Volumi di emissioni 1999-2012 espressi in milioni di euro.



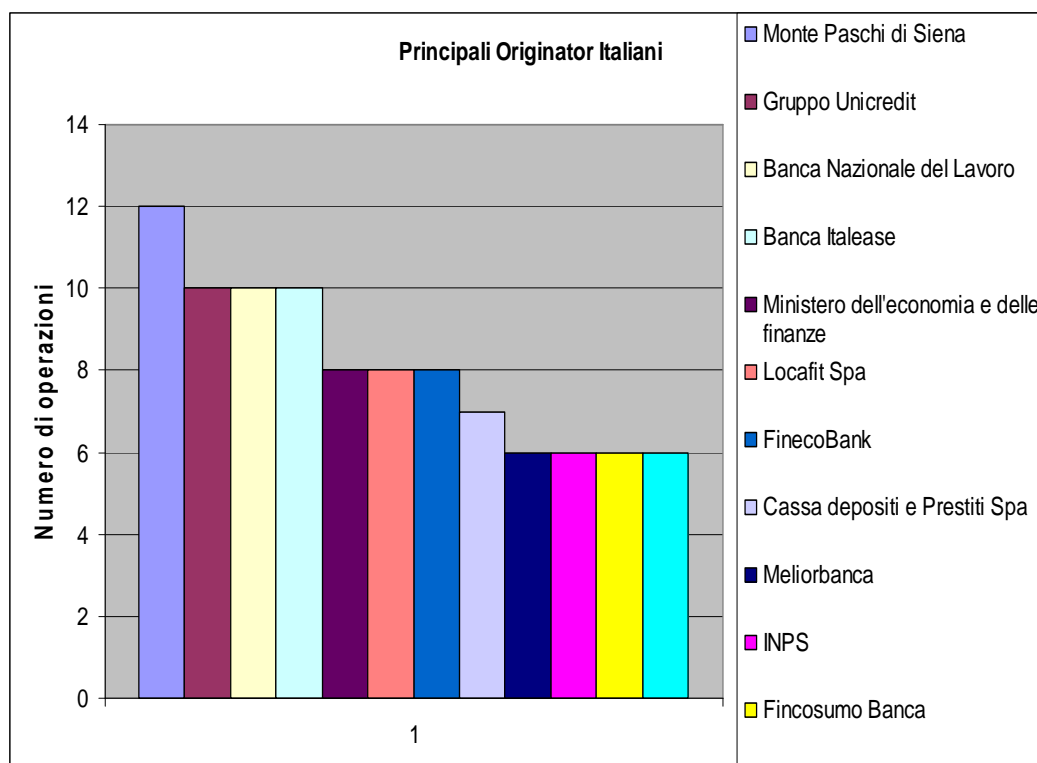
Fonte: elaborazione propria da “Analisi della composizione italiana del mercato della cartolarizzazione dal 1999-2012”; www.securitisation.it

Dalla figura 2.2, è possibile ravvisare quelli che sono i soggetti attivi del mercato della cartolarizzazione.

È chiaro, come ci sia una prevalenza dell’attività di banche, che hanno conseguito un terzo delle operazioni finanziarie, o comunque di figure che costituiscono parte dell’ ambiente finanziario.

In secondo luogo, prende posto lo Stato, che ha operato tramite cartolarizzazioni sussidiate dal Ministero dell’Economia e delle Finanze e in minima parte anche il settore industriale.

Figura 2.2: principali originator nel mercato italiano della cartolarizzazione.



Fonte: elaborazione propria da “Analisi della composizione italiana del mercato della cartolarizzazione dal 1999-2012”; www.securitisation.it.

Diverse sono le perplessità in ordine alla disciplina della Legge 130/99 applicabile alle operazioni di cartolarizzazione, per poter comprendere meglio queste dinamiche, esamineremo questo dettato di Legge, con un approccio più analitico nel prossimo paragrafo.

2.2 LA LEGGE 130/1999

La Legge n.130 “Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti” del 30 aprile 1999, che è poi 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 e efficacia della cessione, ambito d'applicazione dei titoli emessi a fronte dei crediti acquistati, disposizioni fiscali e di bilancio, compatibilità con altre operazioni a cui si aggiunge Art.7 bis. Sulle obbligazioni bancarie garantite.

Secondo l'art. 1 la regolamentazione sulla cartolarizzazione si applica alle operazioni conseguite mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, esistenti o futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti. Ciò che non è particolarmente chiaro è la cessione di crediti futuri, si presuppone quindi non ancora esistenti, quindi se può riguardare anche crediti derivanti da atti giuridici futuri. A tal proposito si ritiene opportuno ricorrere alla legge 52/91 che permette la cessione di crediti ancor prima che venga sottoscritto il contratto dal quale scaturiscono. Essendo un principio generale nell'ambito della cessione dei crediti è estendibile anche nel caso della cartolarizzazione.

L'art. 1 prevede che si tratti esclusivamente di crediti pecuniari, andando ad escludere così qualsiasi possibilità di cartolarizzare titoli di diversa valutazione economica, a differenza di quanto accade, invece, in altri paesi.

La lettera a) dell'articolo 1 ci dice il cessionario deve essere una società prevista dall'art. 3 di detta legge, e che prenderemo in esame in seguito.

La lettera b) ci dice : *“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”*, in questo enunciato è possibile notare l'inevitabile vincolo per tutte quelle somme che vengono incassate dai precedenti debitori e che sono riconducibili ai diritti che derivano dai titoli emessi sul mercato.

Infine, l'art. 1 si conclude con il secondo comma, precisando che per “testo unico bancario”, il decreto legislativo del 1° settembre 1993 in materia bancaria e creditizia.

Passando all'art. 2 di detta legge, il primo comma specifica che ai titoli oggetto della legge *si applicano le disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n°58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.*

Il secondo comma, invece, stabilisce che se non vi concisione tra società cessionaria e società emittente, quest'ultima dovrà provvedere alla stesura di un

apposito prospetto informativo. In particolar modo la legge indica il contenuto di questo obbligo informativo nel momento in cui l'offerta di cartolarizzazione avvenga da parte di investitori professionali (comma 3). Tali indicazioni prevedono che si puntualizzi il soggetto cedente, la società cessionaria, le caratteristiche dell'operazione, con riguardo sia ai crediti sia ai titoli emessi per finanziarla; i soggetti incaricati di curare l'emissione ed il collocamento dei titoli; i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento; le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati; le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli; le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione; il contenuto minimo essenziale dei titoli emessi e l'indicazione delle forme di pubblicità del prospetto informativo idonee a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli; i costi dell'operazione e le condizioni alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, nonché l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore; gli eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria.

Il quarto comma riguarda l'entualità in cui l'operazione di cartolarizzazione venga ad essere gestita da investitori non professionali, in questo caso sarà necessario ricorrere ad una valutazione esterna, da parte di operatori terzi che dovranno esprimere una stima del merito di credito.

Nello specifico, questo studio deve avvenire da parte di una società di rating, infatti il comma successivo (5), specifica che la CONSOB, con proprio regolamento, indichi 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 questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria.*

È palese, che la ragione per la quale la norma prevede una così dettagliata disciplina in materia di soggetti meritevoli di poter eseguire la valutazione, è

perché si ha come obiettivo primario quello di tutelare e garantire quanto più possibile gli investitori.

Passando al sesto comma, qui emerge un' altra importante questione, il cui attuale contenuto è frutto di una modifica avvenuta in un secondo momento. Ad oggi la norma prevede che i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento possono svolgere tale compito, solo se banche o intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'art. 106 del Dgls. del 1° settembre 1993 n° 385 , i soggetti che intendono svolgere suddetto ruolo, dovranno chiedere l'iscrizione nell'albo previsto, anche nel caso in cui non esercitino le attività indicate nel comma 1, a condizione che possiedano i relativi requisiti. Inoltre la norma è stata arricchita con il 6-bis, che specifica che i soggetti che svolgono riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento devono appurare che le azioni siano conformi alla legge e al prospetto informativo.

In passato invece, era previsto che i soli soggetti autorizzati fossero quelli che rientravano nell'art. 107 del TUB, andando così ad escludere la possibilità di svolgere il ruolo di servicer a chi non fosse una banca o un intermediario.

A seguire abbiamo l'articolo 3 che al primo comma affronta la disciplina per le società per la cartolarizzazione dei crediti, stabilendo come oggetto esclusivo la esecuzione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Il fatto che si parli di oggetto esclusivo è uno strumento di tutela nei confronti degli investitori relativamente al rischio che i crediti incassati vengano destinati al soddisfacimento di altre obbligazioni sorte successivamente da imprese di natura differente.

Nel secondo comma si affronta un'importante questione che va a regolamentare anche quella che è la possibilità per le SPV di svolgere più di un'operazione di cartolarizzazione contemporaneamente.

Innanzitutto la legge permette che ci sia questa attività multipla, meglio definita come “attività multi-comparto” per una ragione molto semplice, per permettere alle SPV di ammortizzare quelli che sono gli eccedenti tempi e costi di costituzione, scioglimento, liquidazione e cancellazione delle società. In virtù di questa attività multipla il comma 2 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", da ciò è desumibile come nell'ambito di gestione di una SPV sia fondamentale l'attività di segregazione del portafoglio.

Il terzo comma, parla della forma in cui le SPV devono costituirsi, obbligatoriamente in società di capitali, condizione stabilita con Dgls. 141/2010, a differenza del passato in cui veniva lasciata una maggiore autonomia nella opzione del modello societario da costituire.

Il quarto articolo regola le modalità e l'efficacia della cessione, stabilendo nel primo comma che per le cessioni dei crediti poste in essere alla luce della legge 130 si applicano le disposizioni contenute nell'art. 58, commi 2,3 e 4 del TUB.

Il secondo comma, stabilisce le condizioni relative a eventuali azioni opponibili, infatti sono ammesse solo *"Dalla data della pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione nella Gazzetta Ufficiale, sui crediti acquistati e sulle somme corrisposte dai debitori ceduti sono ammesse azioni soltanto a tutela dei diritti di cui all'articolo 1, comma 1, lettera b); agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore; ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione."*

Il comma 3, stabilisce che per i pagamenti eseguiti dai ceduti alla società cessionaria non si applichi l'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n° 267 in materia di "Atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie", specificando nel comma successivo che per le operazioni di securitization i termini stabiliti dalla suddetta legge, di due e un anno, sono ridotti a sei e tre mesi. Per ciò che concerne i pagamenti eseguiti al cessionario da parte dei debitori ceduti, la disciplina stabilisce una deroga alla legge fallimentare in materia di revocatoria esonerandoli dall'azione revocatoria, andando così a tutelare dal rischio di fallimento del debitore ceduto, il portafoglio crediti che è stato ceduto.

L'articolo 5 della legge 130 regola i titoli emessi a fronte dei crediti acquistati, nel primo comma si stabilisce che si applicano gli articoli 129 e 143 del TUB per ciò che concerne i titoli emessi dalla società cessionaria o dalla società emittente per finanziare l'acquisto di crediti. Il secondo comma, invece stabilisce che *"alle emissioni dei titoli non si applicano il divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico previsto dall'articolo 11, comma 2, del testo unico bancario, né i limiti quantitativi alla raccolta prescritti dalla normativa vigente; non trovano altresì"*

applicazione gli articoli da 2410 a 2420 del codice civile”, è evidente come le SPV non siano vincolate al limite massimo inerente l’emissione obbligazionaria.

L’articolo 6 affronta le problematiche relative alle disposizioni fiscali e di bilancio. Per le imposte sui redditi delle SPV si applica il regime tributario adottato anche per le società per azioni che emettono obbligazioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani e per titoli simili; sugli interessi e sui proventi grava un’imposta sostitutiva del 12,50% , invece sulle ABS con scadenza sottostante ai 18 mesi incombe una ritenuta fiscale alla fonte del 27%. Se le cessioni hanno per oggetto crediti derivanti dalle operazioni indicate negli articoli 15, 16, 19 del decreto presidenziale del 29 settembre 1973, n° 601, allora trovano applicazione le agevolazioni contenute nel suddetto articolo. Il comma 3 fissa che possono essere direttamente imputati alle riserve patrimoniali, tutte le diminuzioni di valore calcolate sugli attivi ceduti, sulle garanzie concesse al cessionario e sulle attività, differenti da quelle oggetto di cessione, poste a copertura delle operazioni di cartolarizzazione, e anche gli accantonamenti eseguiti a fronte delle garanzie rilasciate al cessionario; se invece si tratta di operazioni attuate entro due anni dall’entrata in vigore della presente legge vanno imputati a conto economico in quote costanti nell’esercizio in cui si sono registrati la diminuzione di valore o gli accantonamenti e nei quattro esercizi successivi; in particolare le diminuzioni di valore che contribuiscono alla realizzazione del reddito d’impresa, sono deducibili per gli esercizi nel cui conto economico sono iscritti. Di tutte quelle operazioni non incluse nel conto economico è necessario darne informazione attraverso la nota integrativa.

La legge si conclude con l’articolo 7, che va ad ampliare il campo di regolamentazione alle operazioni *“di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l’erogazione di un finanziamento*

al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli”, andando così a individuare una manovra di cartolarizzazione, esente da quelli che sono i connotati tipici di questa operazione, dove la SPV non fissa il prezzo di acquisizione degli asset ma riconosce a tutti gli effetti un finanziamento. Alla lettera *b*, sempre del primo comma, la legge parla di *“cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti”*, in questo caso non si ha più la SPV come cessionario, bensì un fondo comune d’investimento amministrato da una società di gestione.

L'articolo 7-bis, va a disciplinare tutte le disposizioni in materia di *Obbligazioni bancarie garantite*, relativamente alle operazioni di cartolarizzazione.

Con il provvedimento del 29/04/2011 emanato dalla Banca d'Italia, vengono definite delle nuove procedure in materia di obblighi informativi e statistici delle società veicolo coinvolte in operazioni di cartolarizzazione. Innanzitutto, vengono definiti precisamente quelle che sono considerate i soggetti ai quali si rivolge il provvedimento ovvero le "società veicolo", sia richiamando le varie forme societarie del diritto italiano che possono essere utilizzate per lo svolgimento di tale attività (forma legale contrattuale dei fondi comuni di investimento gestiti da società di gestione; forma legale fiduciaria; forma legale societaria quale società di capitale, pubblica o privata; ogni altra tipologia analoga) e sia prevedendo che le stesse abbiano come oggetto sociale principale l'attività di effettuare una o più operazioni di cartolarizzazione ed emettere obbligazioni, partecipazioni di fondi di cartolarizzazione, e altri strumenti di debito e/o strumenti finanziari derivati. Subito dopo viene data la definizione di quello che è considerato l'oggetto del provvedimento, appunto "la cartolarizzazione".

Poi si passa a chiarire qual è la finalità del provvedimento, ovvero l'attività da parte della Banca d'Italia di svolgere sia compiti di raccolta e verifica delle informazioni statistiche al fine di fornire alla BCE un quadro statistico dell'attività delle società veicolo, e sia il mantenimento di un *elenco delle società veicolo* necessario per la redazione e l'aggiornamento dell'elenco delle società veicolo a fini statistici tenuto dalla BCE. Ai fini dell'iscrizione nell'elenco, le società veicolo, infatti, dovranno comunicare alla Banca d'Italia di aver dato inizio all'attività entro 7 giorni dall'acquisizione delle attività oggetto della prima operazione di cartolarizzazione; allo stesso modo le stesse società dovranno comunicare la cessazione o il venir meno della suddetta attività nel termine di 30 giorni. Le segnalazioni che le società devono fare alla banca d'Italia "SURVEY VE" (vedi figura 2.3) devono essere trasmesse secondo le disposizioni precise indicate nel manuale allegato al provvedimento, disposizioni puramente tecniche e formali articolate su due schemi: dati dello stato patrimoniale e dati sull'operazione di cartolarizzazione.

In ragione di ciò, viene meno l'obbligo di iscrizione all'Elenco Generale ex art. 106 TUB delle società per la cartolarizzazione dei crediti (SPV) nonché tutti gli obblighi informativi e segnaletici discendenti da tale iscrizione.

Ai sensi dell'art. 11 del Provvedimento le società di cartolarizzazione già iscritte all'Elenco Generale ex art. 106 TUB, sono state cancellate dallo stesso e iscritte d'ufficio nell'Elenco delle società veicolo, previsto all'art. 4 del citato Provvedimento, sempre tenuto dalla Banca d'Italia. Poiché l'iscrizione nell'Elenco delle società veicolo comporta l'adempimento degli obblighi di cui ai titoli II e III del Provvedimento, si invitano gli intermediari interessati a prendere visione delle nuove disposizioni normative e del Manuale Applicativo allegato al Provvedimento, al fine di verificare gli obblighi informativi e statistici posti a loro carico .

Per le società iscritte d'ufficio al nuovo elenco, tali obblighi sono decorsi dal 13 maggio 2011 e la prima segnalazione statistica trimestrale (artt. 7 e 8 del Provvedimento) è dovuta con riferimento ai dati al dal 30 giugno 2011.

Non sono comprese nella nuova disciplina:

- le società cessionarie per la garanzia di obbligazioni bancarie garantite di cui all'art. 7-bis della legge 30/4/1999, n.130 (cd. società di *covered bond*);
- le altre società di cartolarizzazione disciplinate da leggi speciali quali, ad esempio le società di cartolarizzazione dei beni pubblici previste dal DL. 25 settembre 2001, n. 351 convertito dalla legge 23/11/2001, n. 410.

Figura 2.3: fac-simile mod. SURVEY VE

I SEZIONE: DATI DI STATO PATRIMONIALE									
SURVEY	1.1 ATTIVO	VOCE		DURATA	DIVISA	RISERVA	PERIODICITA'	NOTE	
		SOTVOC							
VE	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI:	64040							
	- PROPRIE	02	3	1	1		E		
	- ATTINENTI ALLA LOCAZIONE FINANZIARIA	06	3	1	1		E		
VE	ALTRE ATTIVITA':	64056							
	- RATEI ATTIVI	02	3	1	1		E		
	- ALTRE	06	3	1	1		E		

I SEZIONE: DATI DI STATO PATRIMONIALE									
SURVEY	1.2 PASSIVO	VOCE		DURATA	DIVISA	RISERVA	PERIODICITA'	NOTE	
		SOTVOC							
VE	ALTRE PASSIVITA'	64108	00	3	1	1	E		
VE	FONDI RISCHI SU CREDITI	64112	00	3	1	1	E		
VE	FONDO PER RISCHI FINANZIARI GENERALI	64116	00	3	1	1	T		
VE	CAPITALE	64120	00	3	1	1	E		
VE	RISERVE DA VALUTAZIONE. (501)	64128	00	3	1	1	T		
	(501) - segnalazioni che possono assumere il segno negativo								
VE	ALTRE RISERVE (501)	64132	00	3	1	1	T		
	(501) - segnalazioni che possono assumere il segno negativo								

II SEZIONE: INFORMAZIONI SULLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE												
SURVEY	2.3 DATI DI FLUSSO											
	VOCE	NOTE										
	SOTVOC	RESIDENZA	DIVISA	DERIVA	DATA DI RIPER	NUMERO OPERAZ	SEFF CONTRAENTE	SEFF DATAVENE	COO. TITOLO	FIN. CREDITO	SEFF ORGANISMO	PERIODICITA'
CODICE VARIABILE												
VE	ATTIVITA' FINANZIARIE CARTOLARIZZATE: DATI DI FLUSSO	64540										
	FINANZIAMENTI:											
	ACQUISTI (*) (**)											
	- VALORE NOMINALE (*) (**)	02	1	1	N	X	X			X		F
	- PREZZO DI ACQUISTO (*) (**)	04	1	1	N	X	X			X		F
	INCASSI (*) (**)	06	1	1	N	X	X			X		F
	CESSIONI A TERZI (*) (**)	10	1	1	N	X	X			X		F
	TITOLI:											
	ACQUISTI											
	- VALORE NOMINALE	14	1	1	3	X		X				F
	- PREZZO DI ACQUISTO	16	1	1	3	X		X				F
	RIMBORSI	18	1	1	3	X		X				F
	CESSIONI A TERZI	22	1	1	3	X		X				F
	(**) il campo relativo alla durata deve essere valorizzato a 3 se il settore di attività economica del debitore è diverso da "società non finanziarie" di paesi UEM (inclusa l'Italia)											
	(**) il campo relativo al settore di attività economica del debitore deve essere 00777 se il settore di attività economica dell'originator è diverso da IFM di paesi UEM (inclusa l'Italia)											
VE	ALTRE ATTIVITA' CARTOLARIZZATE: DATI DI FLUSSO	64544										
	ACQUISTI											
	- VALORE NOMINALE	02	1	1	3	X				X		F
	- PREZZO DI ACQUISTO	04	1	1	3	X				X		F
	INCASSI	06	1	1	3	X				X		F
	CESSIONI A TERZI	10	1	1	3	X				X		F
VE	IMPIEGO DELLA LIQUIDITA': DATI DI FLUSSO	64548										
	DEPOSITI E PRESTITI:											
	- INCREMENTI	02	1	1	3	X	F					F
	- DECREMENTI	06	1	1	3	X	F					F
	TITOLI:											
	- ACQUISTI	10	1	1	3	X		X				F
	- VENDITE	14	1	1	3	X		X				F
VE	TITOLI: EMISSIONI	64552	00	1	1	3	X	X		X		F
VE	TITOLI: RIMBORSI	64556	00	1	1	3	X	X		X		F

Fonte: Documento Banca D'Italia, Allegato 1 Manuale Applicativo, disposizioni in materia di raccolta d'informazioni statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione.

L'obbligo di invio delle segnalazioni sorge dal trimestre in cui il soggetto abbia iniziato l'operatività (convenzionalmente dalla data di acquisto delle attività oggetto di cartolarizzazione) e permane sino al trimestre relativo alla chiusura dell'ultima operazione di cartolarizzazione effettuata (convenzionalmente la chiusura dell'operazione è identificabile dalla data di rimborso in quota capitale di tutti i titoli emessi a fronte dell'operazione di cartolarizzazione). Le segnalazioni,

che riflettono la situazione contabile delle operazioni, si effettuano con periodicità trimestrale, con riferimento al 31 marzo, 30 giugno, 30 settembre e 31 dicembre e devono essere inviate entro il ventiquattresimo giorno lavorativo successivo alla data di riferimento, indipendentemente dalla data di chiusura del bilancio. Tutte queste comunicazioni vengono poi inviate telematicamente usando un'applicazione messa a disposizione della Banca d'Italia chiamata INFOSTAT.

2.2.1 *Approccio critico alla Legge 130/1999*

Per poter comprendere in modo ancora più approfondito tutte le dinamiche che riguardano questa regolamentazione, si ritiene opportuno procedere all'individuazione di quelli che possono essere classificati come aspetti negativi e positivi relativamente al contenuto di questa legge.

La prima nota critica la possiamo sicuramente dedicare alla mancanza di una esplicita definizione di quello che è il complesso di elementi che formano un'operazione di cartolarizzazione e tutte quelle che possono essere le diverse tipologie attraverso le quali tale mezzo di finanziamento può prendere forma. Rimandando così tale comprensione, ad una dottrina più economica che giuridica. Infatti, un altro elemento negativo è ravvisabile in materia di vigilanza e di garanzie necessarie per poter calcolare il noto coefficiente di solvibilità, la cui tematica è, invece, dettagliatamente affrontata nelle disposizioni di Basilea 3. Da ciò, possiamo desumere come i contenuti della Legge 130/1999 (legge emanata dal legislatore italiano) debbano essere affiancati da disposizioni di carattere internazionale (Basilea 3), andando così a determinare la necessità di coadiuvare le disposizioni di entrambi dettati di legge, ai fini di una legittima attuazione di un'operazione di cartolarizzazione.

Ulteriore elemento di perplessità, riguarda l'adozione della clausola pro-soluto o pro-solvendo relativamente all'operazione di cessione dei crediti, anche in questa circostanza la legge non indica in modo minuzioso quale potrebbe essere l'opzione più adatta a seconda dei casi.

Infine, un'altra condizione che la legge avrebbe potuto illustrare in modo più appropriato riguarda i limiti entro i quali dovrebbero rientrare i requisiti patrimoniali del cedente a fronte del rischio di insolvenza della controparte.

Se vogliamo, invece fare un'analisi di quelli che rappresentano i risvolti positivi di questo dettato di legge, sicuramente dobbiamo evidenziare come la

cartolarizzazione, grazie ad una legge ad hoc, abbia preso piede in Italia. Andando, innanzitutto ad introdurre 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 comunque 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.

Di sicuro, risulterebbe opportuno mirare ad un'integrazione di quelli che sono i punti deboli di tale legge ed a un consolidamento dei punti di forza.

2.3 I controlli di vigilanza nel processo della cartolarizzazione

L'intento del controllo nel processo di cartolarizzazione, si collega agli obiettivi di carattere generale (art. 5 T.U.B.) di stabilità complessiva del sistema, di tutela del risparmio, di efficienza del sistema finanziario.

Più in particolare, tali obiettivi, mirano alla 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 e innovazioni nel mercato del credito e nello sviluppo del mercato finanziario.

La cartolarizzazione 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 sulle SPV permette di controllare una parte importante del ciclo produttivo del mercato del credito e di evitare un'interruzione sul flusso informativo sui crediti oggetto di cartolarizzazione.

La tutela dei terzi e del mercato viene realizzata attraverso la trasparenza delle caratteristiche del portafoglio crediti ceduti, con particolare riferimento ai flussi finanziari che tale portafoglio provoca nel tempo a favore dei portatori dei titoli; inoltre attraverso l'efficacia delle tecniche realizzate per congiungere i portafogli crediti ai titoli emessi che, comportano l'intervento di diversi soggetti soprattutto

per consentire di migliorare le caratteristiche dei titoli emessi (credit enhancement).

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

Il processo è infatti verificato dagli organi di vigilanza in tutti i momenti che lo compongono. 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.

L'azione di vigilanza va ad essere parte di svariati momenti del processo:

Innanzitutto è prevista una maggiore attenzione quando l'operazione di cessione pone problemi di stabilità degli intermediari quando gli operatori coinvolti sono soggetti vigilati.

La legge sottopone le operazioni di cartolarizzazione ai controlli della Banca d'Italia in tema di emissioni di valori mobiliari ai sensi dell'art. 129 T.U.B. nel momento in cui l'emissione dei titoli pone problemi di funzionalità dei mercati e di tutela del risparmio.

Essendo l'attività svolta dalla SPV un'attività finanziaria, vagliato che tali soggetti intervengono nelle operazioni di cartolarizzazione quali cessionari di crediti (spesso di natura finanziaria) e che tale attività è qualificata dal D.M. 6.7.94 quale attività di finanziamento. Essa rientra pertanto nella disciplina del titolo V del T.U.B..

Stessi controlli sono legittimi per le società emittenti i titoli diverse dalla SPV cessionaria, considerato che comunque finanziano, attraverso l'emissione, l'acquisto di crediti da parte della SPV cessionaria medesima.

Nell'attuazione del servizio di management dei crediti oggetto di cartolarizzazione (servizi di cassa e dei pagamenti, riscossione crediti) "servicing" assume rilievo la funzione informativa e di controllo che il soggetto incaricato deve svolgere e, 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.).

È fondamentale tener conto dei principi normativi di carattere generale, e volendo anche sulla base di una specifica normativa secondaria, per tutto ciò che concerne il collocamento degli ABS sul mercato ed eventualmente la quotazione in borsa.

Sottoposte alle dovute azioni di vigilanza, anche tutte quelle operazioni di cartolarizzazione realizzate tramite fondi comuni chiusi, che innanzitutto seguono la disciplina ordinaria sui fondi comuni, a cui si aggiungono poi le disposizioni della Legge 130/99 “in quanto compatibili”.

La Legge 130/99 non predispone, infatti, un modulo di vigilanza particolare per le operazioni in questione: 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 in un meccanismo delle operazioni di cartolarizzazione che già esisteva, 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.

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. 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 possibili caratteristiche con le quali viene realizzata l'operazione di cartolarizzazione e alla natura dei soggetti coinvolti, dall'altro, forse presenta l'inconveniente di una complicazione degli interventi di vigilanza su un processo che presenta un fine unitari.

Da un punto di vista prettamente metodologico risulterebbe opportuno suddividere il processo di cartolarizzazione ed esaminare, momento per momento, i singoli atti con cui viene realizzato, individuando, per ciascuno di essi, gli aspetti di vigilanza coinvolti.

CAPITOLO 3

SCENARIO NORMATIVO EUROPEO

3.1 Gli Ias in ambito di cartolarizzazione

Gli International Accounting Standards, in forma di acronimo: IAS, sono principi contabili internazionali emanati da un gruppo di professionisti contabili (International Accounting Standards Committee (acronimo IASC)), sono stati il primo tentativo di standardizzazione mondiale delle regole contabili. Fino al 2001, lo IASC ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili (International Federation of Accountants (IFAC)) trasformandosi poi in una fondazione privata di diritto statunitense (IASC foundation). All'interno di questa fondazione, l'organo incaricato di emanare i principi contabili è denominato IASB (acronimo di International Accounting Standards Board) e i principi redatti da questo comitato sono denominati IFRS (acronimo di International Financial Reporting Standards). Poiché tali principi coesistono, almeno per ora, con i precedenti IAS ci si riferisce spesso ai principi internazionali con il termine IAS/IFRS.

Nel contesto normativo della cartolarizzazione i principi utili per poter regolamentare tale operazione sono:

- IAS 39 paragrafi 15-37 “Derecognition of a Financial Asset”, AG 36 ”Decision Tree”, l’Appendice B, c. 106-107;
- lo IAS 27 “Bilancio consolidato e contabilizzazione delle partecipazioni in controllate”;
- SIC 12 “Consolidamento – Società a destinazione specifica”.

3.1.1 Ias 39

Lo IAS 39 si pone come punto di partenza per la rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari. In particolare per la definizione di un principio esaustivo in materia di rilevazione, valutazione ed informativa degli strumenti finanziari.

Lo IAS 39 si applica a tutte le tipologie di imprese indipendentemente dalla forma giuridica, dalla classe dimensionale e dal settore di attività.

Sotto il profilo oggettivo esso si occupa prevalentemente del trattamento contabile degli strumenti finanziari; grande spazio viene dedicato anche alla nozione di derivato, oltre al trattamento contabile delle operazioni di copertura.

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 dia origine ad una attività finanziaria per un'impresa e contestualmente ad una passività finanziaria ovvero ad uno strumento rappresentativo del capitale per un'altra impresa. Più precisamente 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.

Come abbiamo già accennato in precedenza, troviamo specifici riferimenti per la cartolarizzazione nei paragrafi 17-37, in particolar modo in materia di “*derecognition*”, cioè la securitisation rappresenta una particolare tipologia di “*derecognition*”(“eliminazione” dallo Stato Patrimoniale).

IAS 39 definisce l'operazione come “il processo attraverso il quale gruppi di financial assets vengono trasformati in titoli”.

Per lo IAS 39 un asset (o un gruppo di assets nel caso di Securitisation”) può essere eliminato dal bilancio quando (e solo quando) l'impresa perde il controllo sui diritti contrattuali contenuti nell'asset finanziario. In particolare lo IAS 39 contiene tutte quelle che sono le direttive alle quali deve attenersi l'originator per concludere se attività oggetto di cartolarizzazione debbano essere mantenute in bilancio o eliminate.

Quindi l'eliminazione dal bilancio può avvenire se, da un punto di vista formale/legale la maggior parte dei diritti viene venduta a seguito dell'operazione.

Uno dei principali argomenti di discussione emerso dallo studio dell'exposure draft dello IAS 39, riguarda il trattamento delle operazioni di cartolarizzazione.

In base al nuovo approccio proposto, basato sul concetto di continuing involvement, la società cedente gli assets non potrebbe, salvo pochi casi, eliminare dal proprio bilancio tutte le attività cedute.

In particolare, qualora il cedente mantenga sostanziali benefici dalla securitisation così come qualora sia direttamente impegnato in attività di servicing (effettuata a condizioni favorevoli diverse dal mercato) a favore del veicolo, non potrebbe eliminare gli assets dal bilancio. Per poter giungere ad una doverosa conclusione,

se trasferire tutti i benefici o meno, è opportuno procedere ad uno studio minuzioso dell'operazione. Sicuramente ci sarà “*continuing involvement*” quando avremo: prezzo differito subordinato; titoli junior subordinati; rilevanti linee di liquidità erogate dal cedente; attività di servicing d'incasso a condizioni diverse da quelle di mercato.

Qualora, invece si tratti di una cessione, il cui credito possa essere stornato, è necessario che non vi sia un *continuing involvement* del cedente, in particolare non dovranno esserci: clausole contrattuali di riacquisto; obblighi a ricevere o ad effettuare pagamenti; rilascio di forme di garanzia sui crediti.

Quindi, nel momento in cui l'originator rileva che esiste *derecognition*, dovrà procedere alla rimozione degli assets dal proprio bilancio, riportare nel conto economico l'utile o la perdita che derivano dal valore contabile e il prezzo di cessione e percepire il corrispettivo della cessione.

3.1.2 IAS 27

Il secondo principio contabile da prendere in considerazione in ambito di cartolarizzazione è il 27. Questo IAS, noto come “Bilancio consolidato e contabilizzazione delle partecipazioni in controllate” tratta le modalità di preparazione e presentazione del bilancio consolidato; il trattamento contabile delle partecipazioni in controllate, collegate, ed imprese a controllo congiunto. Il 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.

Quando , però la struttura proprietaria non è riconducibile all'originator, si incontrano non poche problematiche nell'applicazione dello IAS 27. Un mezzo per poter superare questo ostacolo risiede nell'applicazione del SIC 12.

3.1.3 SIC 12

Il SIC 12 emesso nel novembre del 1998, 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. Il SIC 12 ("Consolidation –Special Purpose Entities") obbliga la società a consolidare un SPE se "di fatto" è sotto il controllo della società. Se l'operazione prevede che la maggior parte dei benefici dell'operazione ricadano sul cedente del portafoglio di crediti;(in base al contratto o al rendimento delle obbligazioni acquistate), allora la banca dovrà consolidare il veicolo.

Concludere se un veicolo va consolidato o no è piuttosto complicato. Il SIC 12 si occupa delle operazioni di natura finanziaria che darebbero luogo a veicoli 'off-balance sheet' (fuori dal bilancio) perchè 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. In ogni caso, il controllo può esistere anche nei casi in cui un'impresa¹⁵ possiede una piccola o nessuna parte del patrimonio della Società a Destinazione Specifica¹⁶. In questi casi, le attività della SDS sono condotte per conto della società in funzione delle sue esigenze aziendali, cosicché la società consegua i benefici derivanti dall'attività svolta nella SDS.

Una società a destinazione specifica deve essere trattata ai fini del bilancio consolidato come se fosse controllata (anche se è controllata allo 0%), nel momento in cui:

- la società che fa il consolidato ha il diritto ad ottenere la maggioranza dei benefici dell'attività della SDS;
- è esposta ai rischi inerenti all'attività della SDS;
- detiene la maggior parte dei rischi economici residuali o di proprietà connessi alla SDS o alle sue attività.

¹⁵ In questo caso per "Impresa" s'intende società cedente, ovvero Originator.

¹⁶ Per SDS, nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione s'intende la SPV; quindi in linea di principio il consolidamento dovrebbe avvenire tra Originator e SPV.

Le attività della SDS, nella sostanza, sono gestite per conto dell'entità che redige il bilancio, la quale, direttamente o indirettamente, ha creato una SDS in base alle proprie specifiche esigenze aziendali.

Esempi sono:

- la SDS è principalmente impegnata a fornire 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;
- la SDS 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.

La dipendenza economica di un'entità dall'entità che redige il bilancio (quali le relazioni dei fornitori con un cliente rilevante) di per sé non conduce al controllo.

L'entità che redige il bilancio, nella sostanza, detiene poteri decisionali nel controllare o nell'ottenere il controllo della SDS o delle sue attività, inclusi certi poteri decisionali che entrano in vigore dopo la costituzione della SDS. Tali poteri decisionali possono esser stati delegati a seguito della formazione di un meccanismo "autopilota".

Esempi sono:

- la facoltà di sciogliere con decisione unilaterale una SDS;
- la facoltà di cambiare lo statuto o regolamento della SDS; o
- la facoltà di proibire i cambiamenti proposti allo statuto od al regolamento della SDS.

L'entità che redige il bilancio, nella sostanza, detiene il diritto ad ottenere la maggior parte dei benefici delle attività della SDS tramite statuto, contratto, accordo, atto fiduciario o qualsiasi altro schema, accordo o mezzo. Tali diritti sui benefici della SDS possono essere indicatori del controllo se è specificato che questi sono a favore dell'entità che è impegnata in operazioni con la SDS e che l'entità è in procinto di guadagnare quei benefici quale conseguenza all'andamento finanziario della SDS.

Esempi sono:

- il diritto ad ottenere la maggioranza di ogni beneficio economico distribuito da un'entità economica sotto forma di flussi finanziari futuri netti, guadagni, attività nette, o altri benefici economici;

- il diritto ad ottenere la maggioranza delle partecipazioni residue nelle distribuzioni residuali programmate o in una liquidazione della SDS.

Un'indicazione del controllo può essere ottenuta dalla valutazione dei rischi di ciascuna parte coinvolta in operazioni commerciali con la SDS. Frequentemente, l'entità che redige il bilancio garantisce un rendimento o una tutela del credito direttamente o indirettamente tramite la SDS agli investitori esterni che forniscono sostanzialmente tutto il capitale alla SDS. Quale risultato della garanzia, l'entità mantiene i rischi residuali o di proprietà e gli investitori sono, nella sostanza, solo dei finanziatori poiché la loro esposizione ai profitti e alle perdite è limitata.

Esempi sono:

- i fornitori di capitale non hanno un significativo interesse nell'attivo netto sottostante della SDS;
- i fornitori di capitale non hanno diritto ai benefici economici futuri della SDS;
- i fornitori di capitale non sono sostanzialmente esposti ai rischi inerenti l'attivo netto o le attività sottostanti della SDS;

nella sostanza, i fornitori di capitale ricevono principalmente un corrispettivo equivalente all'interesse che riceve un finanziatore tramite partecipazioni nel debito o nel patrimonio.

3.2 L'accordo di Basilea 2 e l'attività di cartolarizzazione- Scenari evolutivi

Il Nuovo Accordo sul Capitale (anche noto come Basilea 2), oramai non più nuovo, nacque per opera del comitato di Basilea, con l'intento di creare delle direttive più chiare in materia di vigilanza bancaria.

Nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione, si è assistito ad uno scenario evolutivo rispetto ai contenuti del NAC del 1988, che ha riguardato in particolar modo ciò che riguarda i requisiti patrimoniali, il controllo prudenziale e la disciplina di mercato.

Questi tre elementi appena enunciati, altro che non rappresentano la struttura del NAC, che si compone essenzialmente di tre pilastri, essi costituiscono un solo insieme normativo, infatti ai fini dell'applicazione della norma i pilastri non possono essere presi in considerazione separatamente.

Il primo pilastro indica i “*Requisiti minimi di capitale*” , in particolar modo definendo le modalità di determinazione del requisito patrimoniale:

$$\frac{\text{PATRIMONIO DI VIGILANZA}}{\text{ATTIVITA' PONDERATE PER IL RISCHIO DI CREDITO, DI MERCATO, OPERATIVO.}} \geq 8$$

Il secondo pilastro, affronta la tematica del “*Controllo Prudenziale*”, prevede che le banche si ricorranon a un metodo di valutazione dell’adeguatezza patrimoniale in linea con le strategie usate e il profilo di rischio complessivo, con lo scopo di monitorare e gestire i rischi. Inoltre, nell’ambito del controllo si cerca anche di costruire un dialogo attivo tra banche e autorità di vigilanza.

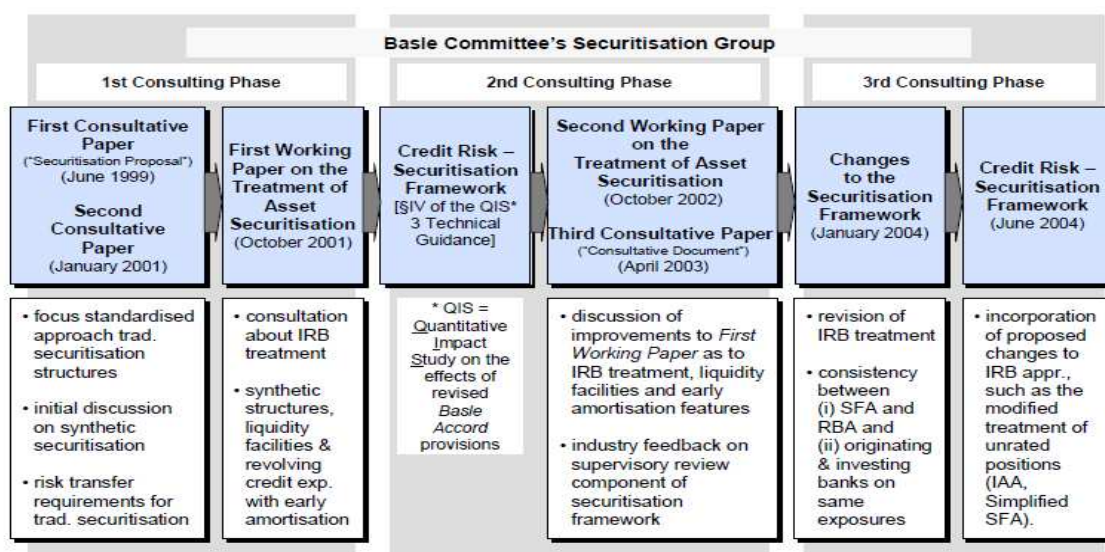
Il terzo pilastro contiene le direttive per quanto riguarda la disciplina di mercato, l’intento è quello di perfezionare i requisiti minimi di capitale ed il processo di controllo prudenziale, incoraggiando la disciplina di mercato.

Come abbiamo già avuto modo di approfondire, la regolamentazione di riferimento, in un contesto internazionale, per operazioni di cartolarizzazione è costituita essenzialmente da principi contabili.

Per poter comprendere meglio quello che è il rapporto tra IAS e Basilea 2, andiamo a compiere un raffronto tra queste due regolamentazioni. Nel contesto degli IAS, assistiamo a una normativa alquanto complessa e di difficile applicazione pratica, dove prevale il noto principio della sostanza sulla forma e si tende a dare la possibilità di consolidare i veicoli della cartolarizzazione anche se non direttamente controllati o collegati, anche se in base all’ approccio proposto, del “*continuing involvement*”, la società cedente gli assets non potrebbe, in alcuni casi, eliminare dal proprio bilancio tutte le attività cedute. Altresì, secondo Basilea 2 la normativa per la determinazione del requisito è alquanto complessa e si manifesta una chiara tendenza al criterio della prevalenza della sostanza nella forma. In particolar modo, per le operazioni nelle quali il cedente continua a mantenere un legame con le esposizioni cartolarizzate, si applica un requisito che approssima un assorbimento analogo a quello determinato come se le esposizioni non fossero state cartolarizzate.

Quindi, Basilea 2 introduce un importante principio per le operazioni di cartolarizzazione in base al quale l'applicazione del trattamento prudenziale del rischio di credito deve essere dettata dal contesto economico della transazione e non dalla forma giuridica. In questo modo lo schema per le operazioni di cartolarizzazione si estende a tutte le operazioni analoghe che presentano caratteristiche comuni alle *securitisation* tradizionali o sintetiche. Inoltre, uno dei principali obiettivi che lo schema di regolamentazione per le operazioni di cartolarizzazione si prefigge di raggiungere è la neutralità tra i coefficienti patrimoniali applicati a un pool di attività non cartolarizzato e quelli applicati alle esposizioni derivanti dalla cartolarizzazione del medesimo portafoglio. Tale obiettivo si basa sul principio che la cartolarizzazione non cambia l'ammontare del rischio riferito al pool di attività perciò il requisito patrimoniale calcolato per il portafoglio di attività deve essere uguale allo stesso calcolato per l'intera struttura di cartolarizzazione. In un contesto in cui vige questa imparzialità le scelte in merito alle operazioni di cartolarizzazione non sono dettate da ragioni di tipo disciplinare bensì da una convenienza di tipo economico. Tuttavia il conseguimento della imparzialità perfetta è un'impresa problematica compromessa da molteplici variabili (carenze nella stima interna del rischio degli asset sottostanti e nella scelta dei rating ecc.) che comportano una certa irregolarità tra le attività sul pool di asset e quello totale risultante dalla struttura di cartolarizzazione. L'azione di regolamentazione delle cartolarizzazioni è il risultato di un complesso operato, la cui illustrazione la possiamo meglio comprendere dalla figura sottostante.

Figura 3.2.1: scenari evolutivi di Basilea.



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

Il grafico di Jobst rappresenta le fasi evolutive della commissione di Basilea sulla cartolarizzazione.

Nella prima fase, dove si sono stilati due documenti consultivi nel 1999 e nel 2001, la commissione si è concentrata su un approccio standard da dare alle procedure della cartolarizzazione tradizionali, ha iniziato a discutere sulla cartolarizzazione sintetica, e ha analizzato l'obbligo di trasferimento del rischio nelle cartolarizzazioni tradizionali. Sempre in questa fase è stato elaborato il primo documento sul trattamento degli asset delle cartolarizzazioni (Ottobre 2001); nello specifico si è discusso sul trattamento IRB, e si è dibattuto sulle procedure sintetiche, sulla struttura della liquidità e del rientro di crediti con l'ammortamento anticipato.

Nella seconda fase si sono analizzati il Rischio del Credito e nello specifico 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 (ottobre 2002) e il terzo documento consultivo. In questi documenti si discute sui miglioramenti al primo documento di lavoro dell'IRB e le procedure per la liquidità e le caratteristiche dell'ammortamento anticipato.

Nella terza fase assistiamo ai cambiamenti delle procedure di cartolarizzazione (gennaio 2004). Sempre in questa fase si considera il rischio di credito e la procedura di cartolarizzazione (giugno 2004) che prevedeva l'incorporazione della proposta di modifica all'approccio IRB come il trattamento modificato alle posizioni senza rating (IAA semplificato SFA)

3.3 I nuovi scenari operativi della cartolarizzazione: gli effetti di Basilea 3

Come abbiamo già avuto modo di vedere, le cartolarizzazioni bancarie, sono disciplinate dalla legge 130 del 30 aprile 1999 e prevedono la possibilità per gli Istituti bancari di cedere a titolo oneroso crediti pecuniari sia esistenti, sia futuri, sia in bonis che in sofferenza; a fronte di questa cessione la società cessionaria può emettere titoli da collocare sul mercato. In questo quadro si inseriscono le nuove direttive europee conosciute come Basilea 3.

Nelle precedenti direttive del Comitato di Basilea 1 e 2, erano state dettate alcune linee guida per le Banche con la fissazione di parametri che hanno contribuito, specialmente con Basilea 2, ad espandere il credito. Ora risulta necessario capire i nuovi accordi di Basilea 3, che dovranno trovare attuazione piena entro il 2012, cosa prevedono in ambito di cartolarizzazione.

Basilea3, nasce all'interno dell'attuale contesto economico internazionale in cui i governi, le autorità e le banche sono impegnate nel migliorare le regole, rivedendole sulla base delle esperienze maturate alla luce della crisi finanziaria ed economica, al fine di gettare le basi di un futuro più stabile ed efficiente. Basilea3, sulla base dei contenuti di Basilea2, illustra tutte le principali novità senza escludere gli aggiornamenti legati alle regole già in vigore. Questa nuova regolamentazione, si rivela così, un sostegno essenziale per tutti i professionisti di banche e imprese per la cognizione delle principali riforme normative e per la scelta degli strumenti più opportuni per affrontare al meglio i futuri scenari.

Trovare un inquadramento non risulta cosa facile, perché non sono previste direttive precise in tal senso. Le norme di Basilea 3 impongono alle banche un maggior patrimonio che, come spiega il Presidente di Abi Corrado Faissola è "essenziale per fare banca, ma le banche devono essere messe in condizione di poter remunerare il patrimonio"; peraltro lo stesso Faissola ha dichiarato che le nuove direttive di Basilea potrebbero portare gravissimi danni al settore. Al di là delle inevitabili ripercussioni che le nuove direttive avranno, la strada delle

cartolarizzazioni dei crediti performing e non performing potrebbe costituire una valvola di garanzia per assicurare quella liquidità inevitabilmente compressa dalle direttive europee.

Costituisce parte integrante delle suddette Disposizioni l'allegato Manuale applicativo, contenente le regole per la compilazione delle segnalazioni delle operazioni di cartolarizzazione effettuate dalle società veicolo ai sensi del Regolamento (CE) n. 24/2009

Tale regolamento di carattere comunitario, è stato dettagliatamente integrato dal Provvedimento di Banca d'Italia .

Tale regolamentazione, come abbiamo già avuto modo di analizzare comprende tutta una serie di disposizioni in materia di obblighi informativi e statistici delle società veicolo coinvolte in operazioni di cartolarizzazione. Nel proprio quadro regolamentare, la Banca d'Italia svolge infatti i compiti di:

- raccolta e verifica delle informazioni statistiche al fine di fornire alla BCE un quadro statistico dell'attività delle società veicolo;
- mantenimento dell'elenco delle società veicolo necessario per la redazione e l'aggiornamento dell'elenco delle società veicolo a fini statistici tenuto dalla BCE.

Per quanto attiene la nuova disciplina, le nuove disposizioni prevedono:

- da un lato l'istituzione presso la Banca d'Italia dell'elenco delle società veicolo nonché i relativi obblighi informativi;
- dall'altro, l'introduzione di obblighi statistici aventi ad oggetto i dati di bilancio, dati di stock e di flusso relativi alle operazioni di cartolarizzazione e dati sulle cancellazioni totali/parziali delle attività cartolarizzate, che le società veicolo dovranno fornire alla Banca d'Italia.

CAPITOLO 4

CASE STUDY

Esecutività di un'operazione di cartolarizzazione

Caso Banca del Monte di Foggia

La Banca del Monte di Foggia, è stato un Istituto che ha avuto un ruolo fondamentale nella storia della nostra città. Le primissime origini risalgono a più di quattrocento anni fa, quando la *Nobile Rosa del Vento*, fondava a Foggia il Monte di Pietà.

Questo Istituto bancario vanta una storia particolarmente interessante e particolarmente articolata, che purtroppo non è possibile approfondire in questa sede, ragion per cui faremo un notevole passo avanti per capire il contesto storico di questo istituto nel momento in cui è stata sottoscritta un' importante operazione di cartolarizzazione, nonché oggetto del nostro studio.

La denominazione dell'Istituto "*Banca del Monte di Foggia*" è stata deliberata dal Consiglio di Amministrazione in data 26 Aprile 1979 ed inserita nel nuovo Statuto approvato con Decr. del Ministro del Tesoro di cui a G.U. del 2 settembre del 1981. Da questo momento in poi, la *Banca del Monte di Foggia* rinnova e potenzia i suoi impianti di elaborazione per una maggiore e più efficiente operatività, espandendo il proprio raggio d'azione anche in provincia.

È negli anni novanta che si assiste ad un' importante innovazione, che mira ad un'operatività imprenditoriale sul modello giuridico - amministrativo delle società di diritto privato: la società per azioni. Fu così che prese il via un' impresa bancaria organizzata in maniera efficiente, particolarmente operativa, trasparente nel traffico dei suoi rapporti, governata da amministratori di più definita responsabilità e doveri e con una evoluta capacità di richiamare fondi patrimoniali. Rivelandosi così, perfettamente in grado di dominare il nuovo sistema concorrenziale del mercato del credito.

In questo contesto di circostanze e di vedute la Banca del Monte di Foggia, è stata in grado di avanzare con armonia e regolarità in un persistente ampliamento del proprio patrimonio, della raccolta diretta e indiretta della clientela e di impieghi economici. È esattamente nel 1994 che il Consiglio di Amministrazione della Banca del Monte di Foggia, ai sensi della Legge 30.7.1990 n. 218 (Legge Amato) e del Decr. Leg.vo del 20.11.1990 n. 356, delibera, in data 7 novembre 1994, il

progetto di scorporo dell' azienda bancaria per il conferimento in una costituenda Società denominata "*Banca del Monte di Foggia s.p.a.*".

Purtroppo a oggi le cose sono radicalmente cambiate, nel dicembre 2006 la storica Banca del Monte di Foggia, viene acquisita dalla Banca della Campania, interrompendo la storia di quella che è stata un' istituzione della nostra città.

Torniamo ora a quella che è l' origine di questo trattato, la cartolarizzazione.

La suddetta banca, si è vista protagonista in data 27 giugno 2002, di un contratto di cessione di crediti sottoscritto, a Londra, dal procuratore Dott.re Sergio Gaudiano, debitamente autorizzato dalla società Banca del Monte S.p.A con sede sociale a Foggia e la Mutina s.r.l. con sede sociale a Modena, rappresentata, nella sua veste di amministratore e procuratore, dal Signore Emilio Annovi.

In questo contesto la Banca del Monte di Foggia, assume la veste di "Originator", titolare di un portafoglio di crediti derivanti da mutui ipotecari (alcuni dei quali si qualificano come mutui fondiari) e altri finanziamenti, alcuni dei quali originariamente chirografari e successivamente garantiti con ipoteca volontaria e giudiziale, invece la Mutina S.r.l. assume il ruolo di SPV, regolarmente costituita ai sensi dell' articolo 3 della legge 130 ed iscritta all' elenco di cui all' articolo 106 del T.U. Bancario.

La finalità di tale cessione, ai sensi e per gli effetti dell' articolo 1 della Legge 130, è indirizzata a scopo di cartolarizzazione di Crediti BMF, mediante emissione di titoli, sempre ai sensi della suddetta legge. L' originator, in quanto tale cede alla SPV, in blocco e pro soluto i crediti derivanti dai finanziamenti BMF¹⁷, al fine di consentire alla SPV di procedere alla cartolarizzazione degli stessi nell' ambito di applicazione della legge 130.

La SPV, di contro ha manifestato la sua intenzione di acquistare tali crediti in blocco e pro soluto.

Quando si parla di "blocco", si fa riferimento a tutti quei crediti di Banca del Monte di Foggia S.p.A. , che racchiudono tutta una serie di caratteristiche, in particolar modo tutti quei crediti che derivano da finanziamenti che sono stati concessi dalla Banca del Monte di Foggia sotto diverse forme tecniche e tutti quei

¹⁷ Per finanziamento BMF, s' intende ciascuno dei finanziamenti della Banca del Monte di Foggia, oggetto di cessione. In ambito contrattuale, vengono esplicitamente indicati in un apposito allegato.

crediti che risultano dai libri contabili, classificati come “crediti in sofferenza”, dichiarati tali in congruenza alla normativa emanata da Banca d’Italia.

Vengono invece esclusi:

- i crediti contabilizzati in sofferenza prima dell’ 1 gennaio 2002, che al 31 dicembre 2002 presentavano un valore lordo contabile inferiore a euro 20.000;
- i crediti in sofferenza al 31 dicembre 2002 che, alla data del 31 maggio 2002, presentavano un valore lordo inferiore a euro 500.000;
- i crediti che, a prescindere dalla data di contabilizzazione in sofferenza non risultano supportati da alcuna garanzia reale o personale di terzi e vantati nei confronti di debitori principali che, al 31 Maggio 2002, risultavano sottoposti a fallimento o liquidazione coatta amministrativa.

Ciò che risulta importante precisare, è che contestualmente a tutto ciò, secondo quanto stabilito dall’articolo 1 della legge 130, vengono simultaneamente stipulati analoghi contratti di cessione di crediti, da soggetti noti come “*Altri Originator*”, i quali ovviamente cedono in blocco e pro soluto alla SPV propri crediti inerenti ai rispettivi portafogli di mutui ipotecari e altri finanziamenti, in particolar modo questi soggetti si sostanziano in :

- Banca Popolare del Materano;
- Banca Popolare di Aprilia;
- Banca Popolare di Crotona;
- Banca Popolare dell’ Irpinia;
- Banca di Sassari;
- Banca Popolare di Lanciano e Sulmona;
- La Cassa di Risparmio della Provincia dell’Aquila;
- La Banca Popolare di Salerno.

È proprio in virtù di questi rispettivi contratti di cessione di crediti, che la SPV, viene autorizzata ad eseguire un “*Operazione di Cartolarizzazione*”, di tutti questi crediti ai sensi e nell’ambito della Legge 130. Quindi, *l’Originator*, visto quanto stabilito dagli articoli 1 e 4 della Legge 130, cede in blocco alla SPV , che acquista Crediti BMF.¹⁸ In particolar modo, si tratta di :

¹⁸ S’intende ogni e qualsiasi credito dell’Originator derivante dai Finanziamenti BMF, compresi a titolo esemplificativo e non tassativo.

- a) crediti relativi a:
- gli importi dovuti in linea capitale e gli interessi, anche di mora, maturati alla data di cessione;
 - gli interessi, anche di mora, che matureranno sui Finanziamenti BMF a decorrere dalla data di cessione;
 - gli importi dovuti alla data di cessione o che matureranno successivamente alla stessa a titolo di rimborso spese (incluse quelle legali e giudiziali), passività, costi e indennità;
 - ogni altro importo dovuto all'*originator* alla data di cessione o che maturerà successivamente alla stessa in riferimento ai Finanziamenti BMF e ai contratti di Finanziamento BMF;
- b) ogni altro credito relativo o correlato ai Finanziamenti BMF o alla posizione dell'*originator* ai sensi del contratto di Finanziamento BMF, ivi inclusi crediti per il risarcimento dei danni nei confronti dei *Beneficiari* BFM o dei *Garanti* BFM;
- c) i crediti dell'*originator* ai sensi o in relazione alle Polizze Assicurative BMF;
- d) tutti i diritti e azioni spettanti all'*originator* ai sensi di legge o di contratto in relazione ai Contratti di Finanziamento BMF, alle Polizze Assicurative BMF e ad ogni altro atto, contratto o documento relativo o connesso ai Finanziamenti BMF o alle Garanzie BMF;
- e) i crediti dell'*Originator* nei confronti di terzi a titolo di risarcimento danni derivanti da attività di terzi in relazione ai Finanziamenti BMF o alle Garanzie BMF o al relativo oggetto.

Un aspetto saliente di tale cessione risiede nella natura della cessione che avviene pro soluto, ma con espressa esclusione della garanzia della solvenza dei debitori ceduti.

Un importante stadio di tale operazione di cessione riguarda le condizioni di "Prezzo e Pagamento". Dalle condizioni dell'operazione è possibile ravvisare un prezzo di acquisto, meglio noto come "*Prezzo di Acquisto BMF*", che altro che non è il corrispettivo per l'acquisto dei crediti BMF, che la SPV è tenuta a corrispondere all' *Originator*, che si compone di un importo corrispondente alla somma dei prezzi d'acquisto dei crediti BMF, relativi ai singoli

finanziamenti BMF ceduti e da un importo, noto come “*Additional Subordinate Premium BMF*”, da corrispondere in via differita a seguito dell’integrale rimborso dei titoli BFM.

Tale operazione di cartolarizzazione, prende forma mediante l’emissione da parte della SPV di diverse classe di titoli, alcune delle quali da quotare alla Borsa di Lussemburgo e da collocare sui mercati finanziari internazionali. Tutto ciò viene ad essere garantito da uno specifico contratto di “Garanzia e Indennizzo”, sottoscritto sempre nella stessa sede del 27 Giugno 2002, tra Banca del Monte di Foggia e Mutina S.r.l., ad assicurare appunto la negoziabilità dei titoli su mercati internazionali e dove ovviamente anche BMF, assicura per tutto ciò che riguarda Finanziamenti BMF, Crediti BMF, Garanzie Reali BMF e Garanzie Accesorie BMF. In particolar modo, BMF garantisce che i crediti sono stati ceduti nel rispetto della Legge 130 e che possiedono gli elementi per essere diritti pecuniari omogenei identificabili in blocco così come previsto dalla Legge 130.

Dal contratto è possibile evincere come BMF s’impegni a gestire le proprie attività d’impresa in modo tale da non compromettere, inficiare o pregiudicare in nessuna maniera la totale operazione a scopo di cartolarizzazione. Nello specifico si obbliga nei confronti sia della SPV che degli Arrangers¹⁹, a fornire la propria collaborazione per dar corso all’operazione, assicurando di realizzare tutti gli atti necessari ai fini dell’operazione.

Un altro contratto che costituisce un tassello fondamentale della operazione oggetto di studio, è rappresentato dal “Contratto di Masters Servicing”, stipulato sempre nella stessa sede e data.

Le parti che compongono tale contratto, sono rappresentate da:

- Nettuno Gestione Crediti S.p.A.;
- Mutina S.r.l.;
- Banca Popolare dell’Emilia Romagna S.c.a.r.l., anche nota come “BPER o il Back-Up Servicer”, in qualità di “*infra rappresentata*”²⁰.

¹⁹ Gli Arrangers, in questa operazione sono composti da *Meliorbanca S.p.A.* e *Société Générale*, in veste di organizzatori dell’operazione di cartolarizzazione.

²⁰ Società Capo Gruppo di tutte le banche che hanno preso parte all’operazione.

Attraverso il suddetto contratto, la Mutina S.r.l., meglio nota come SPV, conferisce alla Nettuno Gestione Crediti S.p.A. l'incarico di Master Servicer, il cui incarico consiste nello svolgimento per conto e in nome della SPV, dell'attività di gestione, amministrazione, recupero e riscossione dei crediti ceduti da BMF e dagli altri originators.

Un aspetto che risulta interessante sottolineare, è che la Nettuno avrà facoltà di delegare agli originators, a proprie spese e sotto la propria responsabilità, lo svolgimento, in tutto o in parte delle attività di:

- riscossione dei crediti;
- pratiche concordate;
- procedure esecutive e procedure concorsuali;
- comunicazioni;
- polizze assicurative;
- mantenimento delle garanzie o cancellazione;
- custodia e aggiornamento dei documenti;
- accesso ai documenti;
- monitoraggio delle operazioni di cassa;
- vendita dei crediti;
- ulteriori obblighi del Master Servicer;

il tutto attraverso un contratto di Sub- Servicer.

I punti sui quali risulta più interessante soffermarsi riguardano il monitoraggio delle operazioni di cassa e i criteri di organizzazione e gestione del Master Servicer e del Sub- Servicer.

Partendo dal monitoraggio di cassa, il Master Servicer deve per conto della SPV, ma a proprie spese provvedere a monitorare le attività di incasso dei crediti e verificare che le operazioni di cassa siano eseguite in conformità con:

- i documenti dell'operazione;
- l'Offering Circular;
- la Legge 130.

In secondo luogo, deve mantenere e rispettare procedure operative e amministrative e creare ed aggiornare libri contabili, registrazioni e documenti utili per monitorare gli incassi e i recuperi.

Inoltre, il Master Servicer predisporrà un Rendiconto Trimesale ed uno Semestrale, relativi all'attività da esso svolta con indicazione dei relativi

incassi e specificando quelli che si riferiscono a pagamento degli interessi, quali a rimborso di capitali, quali a pagamento di interessi di mora e quali ad ogni altro eventuale titolo.

Il rendiconto trimestrale si compone di:

- portafoglio complessivo;
- movimentazione durante il periodo dei recuperi;
- posizioni movimentate;
- performance del portafoglio.

Il rendiconto semestrale invece, si compone di:

- portafoglio complessivo;
- movimentazione durante il periodo dei recuperi;
- posizioni movimentate;
- performance del portafoglio;
- spese recupero del service;
- commissioni di Servicing complessive;
- ammontare pagato da e da pagare al servicer da Mutina.

Per quanto concerne i criteri di organizzazione e gestione, il Master Servicer, si compone di un organico formato da cinque unità.

Innanzitutto, vi è un “Responsabile” dotato di documentata esperienza ed ingente professionalità, che ha maturato significativi risultati nell’area della gestione del credito e nelle aree geografiche interessate dall’operazione in oggetto. Tale figura assicura e controlla il corretto svolgimento delle attività di recupero, gestisce e sviluppa l’efficienza e la formazione del personale, riporta al presidente e agli organi amministrativi e di controllo i risultati conseguiti.

In secondo luogo, il responsabile viene affiancato da due figure professionali con elevate competenze in campo legale e poi due addetti al “back office” ed alla reportistica, dotati di ottima esperienza in campo contabile ed amministrativo.

Ad indirizzare l’attività del Sub-Servicer, sarà proprio il Master Servicer, affidando le rispettive pratiche ai gestori, con lo scopo di massimizzare la riuscita dell’azione di recupero. In particolar modo, i criteri guida per questo compito si sostanziano in:

- attribuzione delle pratiche più complesse ai gestori provvisti della più rilevante esperienza in merito;

- necessità di garantire carichi di lavoro omogenei tra i gestori tenuto conto di eventuali altre attività in cui questi ultimi sono coinvolti;
- principio della territorialità.

Nello specifico coordina la struttura del Sub- Servicer, con compiti anche di verifica, un addetto che abbia dimostrato nel tempo adeguate qualità professionali che assumerà anche la qualifica di referente per il Master Servicer. Tale coordinatore, oltre ad occuparsi del proprio portafogli, controlla l'attività di altri gestori, assicura l'attuazione delle attività giudiziali e stragiudiziali così come stabilito dal Master Servicer e rende tutte le indicazioni utili per gestire al meglio tutte le posizioni.

Il contratto di "Sub- Servicing" oggetto di interesse risulta certamente essere quello stipulato, sempre nella stessa sede e data, tra:

- Banca del Monte di Foggia S.p.A.;
- Nettuno Gestione Crediti S.p.A.;
- Mutina S.r.l..

Oggetto di tale accordo viene ad essere costituito dalla nomina del Sub-Servicer, il cui incarico viene ad essere conferito a da parte di Nettuno Gestione Crediti, in qualità di Master Servicer, a Banca del Monte di Foggia. L'oggetto dell'incarico, altro non è che lo svolgimento per conto, in nome della SPV ovvero del Master Servicer, dell'attività di gestione, amministrazione, recupero e riscossione dei crediti BMF.

Il Sub-Servicer (Banca del Monte di Foggia) deve per conto della SPV, ma a proprie spese, mantenere ed osservare procedure operative e amministrative, creare ed aggiornare i libri contabili, registrazioni e documenti necessari per poter monitorare gli incassi BMF e i recuperi BMF, impegnarsi a scambiare tutte le informazioni utili ai fini di una reciproca collaborazione.

Arrivati a questo punto, dopo un'analisi particolarmente tecnica dell'operazione, risulta opportuno elaborare delle considerazioni di altra natura.

Gli effetti della cartolarizzazione, si sostanziano in un'azione di operatività di recupero dei crediti ceduti, che produce da un lato la liberazione di risorse interne della banca cedente a vantaggio del perseguimento dei fini istituzionali della banca (raccolta, pubblico impiego ecc.), dall'altro lato, invece l'impovertimento del rapporto creditore-debitore che, con il ripetuto passaggio della cessione o delle cessioni, si impoverisce del contatto diretto (ed umano) relegando ogni possibilità del mantenimento del valore del credito originario, alle più incerte prospettive scaturenti dalla gestione solo sulla carta di numeri e cifre ed eventualmente ad entità di esiti giudiziari.

Il significato complessivo del contratto tra banca cedente e SPV appare più che una reale vendita una sorta di locazione del credito contro garantita da crediti obbligazionari ove il prezzo di vendita viene "pagato" attraverso la corresponsione del prezzo dei titoli, alle rispettive scadenze concordate e la cui provvista, la citata SPV le reperisce dal reale smobilizzo-vendita- recupero dei crediti a mezzo Sub- Servicer, delegata.

Altra considerazione interessante che possiamo esprimere riguarda quello che è il ruolo che la cartolarizzazione ai fini del bilancio.

La si potrebbe definire come una così detta operazione di "maquillage" di bilancio, con lo scopo di:

- a) eliminare nell'attivo i crediti problematici ovvero scritturati a "sofferenza", e nel lato passivo gli accantonamenti corrispondenti;
- b) alleggerire l'attivo di bilancio, in riferimento a quei crediti riscuotibili nel medio- lungo termine e sottoponibili anche ad eventuali rischi del tasso d'interesse.

In conclusione, quello fiscale è sicuramente un aspetto molto importante da valutare quando ci si accinge ad un'operazione di cartolarizzazione come questa.

Nel momento in cui si parla di cartolarizzazioni, si ha a che fare quindi con una cessione di crediti, un'operazione che potrebbe essere inquadrata quale operazione di tipo finanziario finalizzata all'ottenimento di disponibilità immediate a fronte di crediti di futuro realizzo. La qualificazione

dell'operazione, ai fini fiscali, è un aspetto molto importante. La normativa, infatti, stabilisce che sono considerati prestazioni di servizi ai fini dell'imposta, se effettuati dietro corrispettivo, “...i prestiti di denaro e di titoli non rappresentativi di merci, comprese le operazioni finanziarie mediante la negoziazione, anche a titolo di cessione pro soluto, di crediti, cambiali o assegni. Non sono considerati prestiti i depositi di denaro presso aziende e istituti di credito o presso amministrazioni statali...”²¹. È fondamentale quindi distinguere se l'operazione di cessione del credito è un'operazione di tipo finanziario o, un'operazione di tipo non finanziario. La differenza sostanziale è che mentre le prime rientrano nell'ambito della disciplina dell'IVA, le seconde sono escluse.

Questa distinzione è anche importante per quanto riguarda l'assoggettamento delle stesse operazioni all'imposta di registro che, secondo il principio dell'alternatività con l'IVA, vedrebbe le prime (ambito IVA) soggette solo ad un'imposta di registro fissa (€ 129.11) e non a quella proporzionale dello 0,5% prevista per le altre (non ambito IVA).

Quando si parla di ambito IVA è però importante considerare che per queste operazioni, così come dettato dall'art. 10 del DPR 633/72, è prevista l'esenzione. Infatti, proprio con la Risoluzione Ministeriale del 24 maggio del 2000, rispondendo ad un interpello presentato all'Agenzia delle Entrate, si precisava che: “...sono attratte nell'area impositiva, ma in un regime di esenzione, le operazioni di finanziamento così come considerate dalla normativa sull'attività bancaria e creditizia, comprensive in particolare di quelle fatte mediante cessione di crediti pro soluto, oltre che degli sconti in senso proprio (e cioè di quelle realizzate mediante cessione pro solvendo)...(omissis)...pertanto restano escluse da IVA le cessioni di credito pro soluto non aventi causa di finanziamento ma effettuate in conto pagamento di preesistenti obbligazioni, le quali possono trovare origine in negozi delle più varie specie: ad esempio, compravendite, appalti, eccetera...”. È da notare che l'interpello arrivato all'Agenzia delle Entrate riguarda la cessione di crediti verso la clientela, tra due Casse di Risparmio appartenenti allo stesso gruppo. La capogruppo chiede pertanto l'applicazione dell'imposta di registro in misura fissa poiché si tratta di credito rientrante nel

²¹ Art. 3, comma 2, nr. 3, DPR 633/72

campo d'applicazione dell'IVA. Il Ministero concorda sulla tesi dell'istante e conclude affermando che il predetto atto, rientrando nel campo di applicazione dell'IVA, anche se esenti, vadano assoggettate, in caso d'uso, all'imposta di registro in misura fissa. Nell'altro caso, quello in cui l'oggetto dell'operazione non è finanziario, bensì di tipo commerciale (ad esempio cessione debito/credito commerciale tra due società) deve essere assoggettata ad imposta di registro in misura proporzionale secondo l'aliquota dello 0,50%. È proprio quest'ultimo caso che rappresenta la nostra operazione, ovvero cessione di crediti rappresentati da mutui accesi presso un istituto di credito ad un altro istituto a fronte di titoli obbligazionari.

Per quanto riguarda questo tipo di operazioni, assoggettabili quindi all'imposta di registro proporzionale, molti dubbi e "contese" sono sorti sulla determinazione del valore imponibile del negozio. Mentre parte della dottrina ritiene che debba calcolarsi sul valore di realizzo (che spesso è molto più basso di quello nominale, soprattutto in questo particolare periodo di crisi e di difficoltà) l'Agenzia delle Entrate considera unico valore imponibile di riferimento quello nominale del credito.

Inoltre sussiste anche incertezza sul trattamento fiscale dei rendimenti delle obbligazioni emesse dalla SPV: in particolare, non è chiaro se a queste obbligazioni si possa applicare l'aliquota ordinaria del 12,5% ovvero esse si configurino come titoli atipici e vadano perciò soggetti alla ritenuta del 30%. Oltre a queste vi è infine un'altra imposta che ostacola specificamente lo sviluppo della cartolarizzazione dei mutui: l'imposta ipotecaria sulle annotazioni, pari al 2 per cento del valore capitale del mutuo.

In conclusione si può affermare che le operazioni di cartolarizzazione hanno avuto un maggiore sviluppo all'estero piuttosto che in Italia, proprio per questi ostacoli di tipo fiscale uniti anche ad alcune dubbi interpretativi. Ed è proprio per questo motivo che si ritiene che la stessa operazione che abbiamo esaminato sia stata realizzata da soggetti italiani ma in uno stato estero ed appunto a Londra.

CONCLUSIONI

Il lavoro svolto ha affrontato un argomento di notevole rilevanza nell'ambito dello studio della materia corporate banking, quale appunto quello della cartolarizzazione.

Questa operazione si sostanzia in una cessione di attività a favore di una società veicolo creata *ad hoc* nota come Special Purpose Vehicle (SPV) la quale, a fronte di tale cessione, immette titoli finanziari alienabili sul mercato, noti come Asset Backed Securities (ABS).

Il percorso che caratterizza questo trattato si compone di un'analisi graduale dell'intera operazione a scopo di cartolarizzazione, cercando di individuare quelli che sono i profili evolutivi che caratterizzano questa particolare manovra finanziaria.

È sembrato doveroso soffermarsi su la norma cardine, di riferimento nel nostro paese per poter operare a scopo di cartolarizzazione, la Legge 130/1999.

Cercando di individuare i punti più chiari e quelli più articolati, quasi ermetici, rivelandosi a volte anche di difficile interpretazione.

A seguire si è preso poi in analisi tutto quello che è il cammino che la commissione di Basilea ha percorso nel disciplinare questa particolare manovra di finanziamento.

Il modo migliore per poter concludere è stato individuato nell'analizzare un caso pratico di cartolarizzazione, permettendo così di individuare e soprattutto di apprendere al meglio i risvolti più sostanziali di questa operazione.

Innanzitutto è stato interessante riscontrare tutto ciò di cui si era sempre discusso "teoricamente" nella evidenza dei fatti. Ritrovando passo passo tutte quelle tipiche fasi, e quei propri soggetti che animano un manovra del genere.

Questa analisi ha permesso anche di evidenziare delle note critiche che comunque accompagnano questa tecnica finanziaria, note sia in termini di reali effetti che tale operazione produce, sia in termini di bilancio e in fine in relazione all'aspetto fiscale.

BIBLIOGRAFIA

Alessi R., Mannino V. (2008) “La circolazione del credito, Volume 1”, Cedam.

Banca d'Italia, Recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale. Regolamentazione prudenziale sulle tecniche di attenuazione del rischio di credito e sulla cartolarizzazione, Istruzioni di Vigilanza per le banche, novembre 2006.

Banca d'Italia, Società per la cartolarizzazione dei crediti. Cancellazione dall'elenco speciale, Disposizioni di Vigilanza, 25 settembre 2009.

Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari, Banca dei Regolamenti Internazionali 2010, aggiornato giugno 2011.

Bruno B. (2000) “La cartolarizzazione dei crediti”, in P. L.Fabrizi , G.Forestieri , P.Mottura, Gli strumenti e i servizi finanziari, Egea, Milano.

Callegaro F.,(2003) “La cartolarizzazione dei crediti: le società, i contratti, la vigilanza”, Milanofiori Assago, IPSOA.

Camozzi, Bonisconi, La securitization in Italia, Studio Legale e Tributario, Milano, marzo 2006.

Carnovale V., La cartolarizzazione dei crediti. La nuova normativa e i profili di vigilanza, in “Diritto della banca e del mercato finanziario”, fascicolo 3, Luglio-Settembre 2002.

Contratto di cessione della Banca del Monte di Foggia, 27 Giugno 2006, Londra.

Crespi F.,(2000) “La securitization nelle esperienze straniere: un confronto con la realtà italiana”, in De Angeli S., Oriani M. (a cura di), La securitization dei crediti bancari, Franco Angeli, Milano.

Cusato B. (2010) “Il credito. Forme sostanziali e procedurali”, Cedam, Padova.

D’Amico E., Papa N., (2008) La disciplina dello IAS 39 e del SIC 12 sulle operazioni di cartolarizzazione, Quaderni Monografici Rirea, n.65.

Damilano M.,(2000) ,“La securitisation dei crediti”, Giappichelli, Torino.

D'apice V., Ferri G. (2009), “L’instabilità finanziaria: dalla crisi asiatica ai mutui subprime”, Carocci, Roma.

Forestieri G.,(2007), “Corporate e investment banking”, Egea, Milano.

Ferro Luzzi P., (2005) “La cartolarizzazione: commento alla legge 30 Aprile 1999, n°130”, Giuffrè, Milano.

Giannotti C. (2004), “La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione”, Angeli, Milano.

Giorgianni F., Tardivo C.M. (2009) ,“Manuale di diritto bancario”, Giuffrè, Milano.

Gualtieri P., (2000) “Taluni aspetti problematici attinenti la realizzazione di programmi di securitization in Italia” in De Angeli S., Oriani M. (a cura di), La securitization dei crediti bancari, Franco Angeli, Milano.

Gyntelberg J., Remolona E. M., La cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico: implicazioni per i rischi di liquidità e di credito, in “Rassegna trimestrale BRI”, pagg. 69-80, giugno 2006.

Iacopozzi C. (2009), “L'applicazione di Basilea 2. in Italia: aspetti tecnici ed elementi di riflessione”, CEDAM, Assago.

IASB, IAS 27 Consolidated and Separate Financial Statements.

IASB, IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement.

IASB, SIC 12 Consolidation – Special Purpose Entities.

Il fisco n. 40/2003 fasc. n. 1, Sentenza della Corte di Giustizia del 26 giugno 2003, causa C-305/01, Factoring e cartolarizzazioni -Le cessioni di crediti sono soggette ad Iva.

Jobst A. (2005), The regulatory treatment of asset securitisation: the Basle securitisation framework explained, Center for Financial Studies, n. 21.

La Torre M. (2004), “Securitisation e vigilanza: l’impatto di Basilea 2”, Bancaria, n. 12.

La Torre M. (2000), “La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana”, Bancaria, n. 2.

La Torre M. (2010), “Intermediari finanziari e soggetti operanti nel settore finanziario, Bancaria.

Laurini G.,(2009), “I titoli di credito” Giuffrè, Milano.

Mauro M., (2010)“La cartolarizzazione dei crediti nelle banche, natura economica e rilevazione contabile”, Cedam, Milano.

Oriani M.,(2000) “I potenziali benefici dell’asset backed securitization per le banche”, in De Angeli S., Oriani M. (a cura di), La securitization dei crediti bancari, Franco Angeli, Milano.

Pardolesi R.(a cura di), La Cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla Legge 130/1999, collana dei “Quaderni di Giurisprudenza commerciale”, Giuffrè, Milano.

Rumi G., (2001), “Securitisazione: la cartolarizzazione dei crediti in Italia” Pirola,Il Sole 24 ore.

Ruozi R.,(2002) “La cartolarizzazione dei crediti” in Economia e gestione della banca, Egea, Milano.

SITOGRAFIA

www.bancaditalia.it
www.bancariaeditrice.it
www.bis.org
www.bondsonline.com
www.borsaitaliana.it
www.borse.it
www.creditmanagement.eu
www.europeansecuritisation.com
www.iasb.org
www.ilsole24ore.it
www.kpmg.com
www.securitisation.it
www.tuttalafinanza.it

RIFERIMENTI NORMATIVI

Disposizioni della Banca d'Italia su SPV e Servicer del 3 novembre 2003.

Schemi di bilancio degli S.P.V., comunicazione della Banca d'Italia marzo 2000.

D.M. Tesoro del 4 aprile 2001, Modifiche al D.M. 13-5-1996 per le S.C.C. e i Servicer Legge 130/99.

Legge 30 aprile 1999, n. 130; Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti.

Provvedimento del 29/04/2011, Disposizioni in materia di obblighi informativi e statistici delle società veicolo coinvolte in operazioni di cartolarizzazione

Rating sulle operazioni di cartolarizzazione, delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999.

Regolamento (CE) 24\2009 del 29 dicembre 2008; statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione.