

Le operazioni di investimento in sofferenze bancarie attraverso lo schema della cartolarizzazione

di CARMELO RAIMONDO

Le operazioni di investimento in crediti in sofferenza (principalmente ipotecari) hanno riguardato l'Italia a partire dalla seconda metà degli anni '90, anche in ragione dell'introduzione di nuove normative (Testo Unico Bancario e Legge n. 130 del 1999 sulla cartolarizzazione dei crediti) che ne hanno consentito la realizzazione fornendo agli operatori modalità di cessione (ossia acquisto) dei crediti più agevoli e gestibili rispetto a quelle contenute nel Codice Civile e nella Legge n. 52 del 1991

in materia di cessione di crediti di impresa (c.d. Legge sul Factoring).

I benefici in termini di protezione dell'investimento contenuti nella Legge 130/99 sulla cartolarizzazione hanno quindi fatto sì che lo schema della cartolarizzazione dei crediti sia diventato - nella prassi italiana delle operazioni di investimento in non performing loans - la struttura "naturale" per realizzare questo tipo di investimenti.

1 Introduzione

www.sfef.it

www.sfef.it

Il mercato degli investimenti in crediti in sofferenza, soprattutto ipotecari, noto agli operatori con il termine di “*non performing loans*” o “NPL” ha avuto in Italia un iniziale periodo di crescita verso la fine degli anni '90, a seguito dell'introduzione dell'articolo 58 del Testo Unico Bancario e, successivamente, l'entrata in vigore della legge 130 del 1999 (c.d. legge sulla cartolarizzazione dei crediti)¹. Il mercato è stato fiorente sino al 2001², grazie ai benefici “*a termine*” riconosciuti dall'articolo 6, comma V, della legge n. 130 del 1999. Successivamente, il volume di operazioni di investimento in sofferenze bancarie ha avuto una lenta, ma costante, decrescita. È, però, sensazione diffusa fra gli operatori del settore e nel mondo bancario italiano, che i nuovi requisiti di Basilea III³ spingeranno gli istituti di credito a dismettere parte delle posizioni di credito, classificate come “*sofferenze*”, per poter meglio riappropriarsi, a fini produttivi, del patrimonio di vigilanza messo a presidio di ta-

¹ La Banca d'Italia definisce dei criteri generali di classificazione dei crediti in sofferenza e ad incaglio, ne *La Matrice dei Conti*, come aggiornata al 9 febbraio 2011. In particolare, i *crediti in sofferenza* sono esposizioni per cassa e fuori bilancio (finanziamenti, titoli, derivati, etc.) vantati nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza, anche se non accertato giudizialmente, o in situazioni equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca. Mentre le *partite incagliate* sono esposizioni per cassa e fuori bilancio (finanziamenti, titoli, derivati, etc.) vantati nei confronti di soggetti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, che sia prevedibile possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo.

² Le prime operazioni di cartolarizzazione di crediti *non performing* risalgono al 1997. In seguito all'entrata in vigore della legge n. 130/99, la possibilità di ammortizzare le perdite derivanti dalla cessione dei crediti *non performing* per un periodo di cinque anni diedero un forte impulso a questo tipo di operazioni. Sul punto, cfr. Moody's, *NPL Securitization and Moody's Rating Methodology – Italian Technology for Export*, 9 settembre 2003, pg. 2.

³ Non si intende in questa sede affrontare le complesse tematiche relative al trattamento prudenziale e contabile di tali crediti da parte delle banche italiane, ma solo descrivere le modalità tecniche attraverso cui questi crediti sono ordinariamente dismessi.

li esposizioni⁴, con un conseguente beneficio per gli investimenti in crediti *non performing*. Gli investitori specializzati che operano nel mercato degli NPL⁵ capitalizzano il facile accesso a risorse finanziarie e la capillare conoscenza del mercato immobiliare, per ottenere importanti ritorni dall'investimento in crediti in sofferenza garantiti da ipoteca⁶; crediti che vengono acquistati con una forte componente di sconto sul valore nominale, ma con una capacità implicita di restituire l'investimento iniziale in virtù del valore rappresentato dall'immobile posto a garanzia del credito.

In Italia gli investimenti in sofferenze bancarie ipotecarie sono stati prevalentemente realizzati attraverso la tecnica della cartolarizzazione, anche laddove le caratteristiche finanziarie dell'operazione di investimento non rendessero necessario in senso stretto il ricorso a tale struttura.

Le operazioni di investimento in crediti *non performing* sono operazioni in cui uno o più soggetti predeterminati investono nell'acquisto di un portafoglio di crediti in sofferenza, al fine di generare un ricavo dalla differenza fra il prezzo corrisposto per l'acquisto di tale portafoglio (a valori evidentemente inferiori al valore nominale di tali crediti) e quanto ricavato in sede di procedura di recupero dei medesimi crediti, al netto dei costi di struttura necessari per realizzare l'investimento. In altre parole, i soggetti che investono in questo tipo di *asset* generano valore (e quindi rendimento) ottimizzando e massimizzando le attività volte al recupero dei crediti acquistati, anche attraverso accordi transattivi a saldo e stralcio con i vari debitori. Per ottenere questo risultato di efficienza gestionale e (quindi) finanziaria è necessario che l'attività di recupero (*servicing*) del portafoglio di crediti sia affidata a soggetti specializzati e totalmente indipendenti dalla banca originatrice dei crediti in sofferenza (c.d. *special servicers*). I *servicers* e gli investitori, poi, sono soliti concordare dei compensi spettanti per l'attività di *servicing* caratterizzati da forti elementi incentivanti, qualora i *servicer* rispettino o addirittura migliorino la performance degli obiettivi di recupero posti nel *business plan* condiviso con gli investitori stessi. I meccanismi di incentivazione, poi, non passano solo per commissioni con forti componenti variabili legate ai risultati derivanti dalla gestione del portafoglio di crediti, ma anche per vere e proprie partecipazioni del *servicer* all'investimento nel portafoglio medesimo. Questo è un elemento di fondamentale differenza rispetto a quanto avviene nelle operazioni di cartolarizzazione c.d. "pubbliche" (ossia con collocamento dei titoli sul mercato) dove gli investitori intervengono nella fase finale (ossia il collocamento dei titoli) di un'operazione da altri organizzata e strutturata e dove la banca che cede i crediti (salvo eventi patologici) continua a seguire le attività di incasso e recupero del portafoglio cartolarizzato.

Vi sono quindi alcuni aspetti che meritano di essere approfonditi per comprendere come vengono realizzate questo tipo di operazioni.

⁴ Secondo i dati forniti dall'Associazione Bancaria Italiana a febbraio 2011 l'ammontare di crediti in sofferenza nei bilanci delle banche italiane al dicembre 2010 ammontava a circa euro 78 miliardi.

⁵ Gli investitori sono usualmente organizzati nella forma del fondo o più semplicemente quali divisioni specializzate all'interno di istituzioni finanziarie.

⁶ Si consideri che le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia prevedono che nelle operazioni di credito fondiario debba essere rispettato in sede di concessione del credito un rapporto massimo fra finanziamento ipotecario e valore dell'immobile ipotecato pari all'80% (c.d. *loan to value* o LTV). Considerando la volatilità relativamente bassa del mercato immobiliare in Italia (rispetto ad altri paesi) è evidente che, in caso di pagamenti insoluti o di insolvenza del debitore (e non sempre si tratta di soggetti fallibili), si porrà più verosimilmente un tema di tempi e costi di recupero del credito più che un tema di capienza della garanzia.

2. Brevi cenni in merito alle modalità di trasferimento del credito ai sensi dell'ordinamento italiano

L'ordinamento giuridico consente il trasferimento di un credito mediante diverse modalità. Più precisamente, queste modalità di cessione del credito sono: (i) la cessione dei crediti ai sensi del Capo V del codice civile (artt. 1260 e ss.); (ii) la cessione ai sensi della Legge n. 52 del 21 febbraio 1991 (c.d. legge sul factoring); (iii) la cessione dei crediti individuabili in blocco ai sensi dell'art. 58 del decreto legislativo n. 385 del 1 settembre 1993 (c.d. Testo Unico Bancario o TUB); e (iv) la cessione di crediti nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, ai sensi della legge n. 130/99 (c.d. legge sulla cartolarizzazione). Ciascuna modalità di trasferimento del credito presenta finalità e caratteristiche giuridiche proprie, per quanto tutte siano astrattamente idonee (ove rispettati eventuali requisiti soggettivi ed oggettivi quali quelli previsti nella legge sul factoring⁷) a far conseguire la titolarità di un credito pecuniario ad un nuovo soggetto. Tutte le menzionate strutture giuridiche non sono, però, ugualmente idonee a coniugare l'effetto traslativo del diritto di credito con esigenze di gestione del processo di cessione e di contenimento dei costi dell'operazione laddove questa, come sovente avviene in ambito finanziario, riguardi una pluralità di debitori ceduti. Ad esempio, la disciplina della cessione di crediti prevista dal codice civile si presta a regolare la cessione di singoli crediti già in essere, e mal si adatta al trasferimento di un portafoglio di crediti ipotecari⁸ con pluralità di debitori⁹. Queste norme, come quelle contenute nella c.d. legge sul factoring, subordinano l'efficacia della cessione del credito nei confronti del debitore ceduto al fatto che questi sia stato portato a conoscenza dell'avvenuta cessione mediante notifica, ovvero abbia accettato la cessione. Le disposizioni in materia di cessione dei crediti contenute nel codice civile, così come quelle della legge sul factoring, non offrono (agli investitori) quei vantaggi in termini di celerità e sicurezza che invece sono rinvenuti nelle previsioni della legge sulla cartolarizzazione. Lo schema indicato dall'art. 58 del Testo Unico Bancario opera nei casi di cessione ad istituti bancari, a soggetti sottoposti a vigilanza consolidata ai sensi degli artt. 65 e 109 o in caso di cessione ad intermediari finanziari previsti dall'art. 106 del Testo Unico Bancario¹⁰, di aziende o rami di azienda, e di beni e rapporti giuridici individuabili in blocco¹¹. Si tratta evidentemente di una norma volta a disciplinare operazioni aventi una struttura ed una finalità diverse da quelle previste nell'ambito di una cartolarizzazione¹². La disciplina di cui all'art. 58, comma II e ss., è, comunque, richiamata dalla legge sulla cartolarizzazione stessa, non solo relativamente al regime sulla pubblicità della cessione da attuarsi mediante l'iscrizione nel registro delle imprese e la pubblicazione della notizia di avvenuta cessione sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica, ma anche in merito al

www.sfef.it

www.sfef.it

⁷ La legge n. 52/1991 regola la cessione di crediti pecuniari esistenti e futuri che sorgono da contratti stipulati dal cedente nell'esercizio dell'attività di impresa. La norma richiede che il cedente sia un imprenditore, mentre il cessionario sia una banca o un intermediario finanziario disciplinato dal Testo Unico Bancario.

⁸ I crediti ipotecari rappresentano una categoria di crediti che derivano dall'erogazione di mutui garantiti da ipoteca e sono di per sé idonei ad essere oggetto di un'operazione di cartolarizzazione. Tra i crediti ipotecari assumono rilevanza la sottocategoria dei crediti fondiari che ricorrono nel caso di finanziamenti concessi a medio/lungo termine garantiti da ipoteca di primo grado sugli immobili. I crediti fondiari sono disciplinati dagli artt. 38 e ss. del Testo Unico Bancario. Sul tema, G. GIOVANDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, 2006, pg. 32 e ss.

⁹ R. PARDOLESI, *La Cartolarizzazione dei crediti in Italia*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale 1999, p. 125 e ss.

¹⁰ L'art. 58 del Testo Unico Bancario è stato così modificato dall'art. 8.1, d.lg. 13 agosto 2010, n. 141.

¹¹ Istruzioni Banca d'Italia, 132° aggiornamento del 5 dicembre 1996 alla circolare n. 4 del 29 marzo 1988, cessione di rapporti giuridici a banche, in G.U., 17 dicembre 1996, n. 295, comunicato Banca d'Italia, in G.U., 30 dicembre 2000, n. 303.

¹² La cessione dei rapporti giuridici nell'ambito dell'art. 58 è vista in relazione al mantenimento della loro unità funzionale, ossia un complesso di rapporti che esprima un frammento dell'impresa, ed unificati dalla comune destinazione a quest'ultima. Cfr., MASI, *sub. Art. 58*, in CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico in materia bancaria e creditizia*, vol. 1, Padova, Cedam, p. 457 e ss.

regime di trasferimento delle garanzie che assistono i crediti. Si prevede, infatti, che i privilegi e le garanzie prestate a favore del cedente conservino la loro validità ed il loro grado a favore del soggetto cessionario, senza che sia necessario l'espletamento di alcuna ulteriore formalità. Con tale richiamo, il legislatore ha inteso rafforzare ulteriormente la struttura delle operazioni di cartolarizzazione, senza gravare sulle parti per il mantenimento/trasferimento delle garanzie del credito a favore del soggetto cessionario, diversamente da quanto previsto dalle norme civilistiche in materia di crediti assistiti da garanzie ipotecarie. L'art. 2843 del codice civile, infatti, ai fini dell'efficacia della garanzia ipotecaria, richiede l'annotazione a margine all'iscrizione dell'ipoteca. Anche questa disposizione, come la precedente relativa all'opponibilità della cessione, mal si concilia con l'esigenza di cessione di crediti ipotecari vantati verso una pluralità di debitori, oltre al problema (finanziario e non giuridico) che si porrebbe per i costi aggiuntivi che conseguirebbero dal regime fiscale applicabile alle predette annotazioni.

3. La Legge sulla cartolarizzazione

La legge sulla cartolarizzazione coniuga le esigenze di un procedimento di cessione che sia efficiente, con ulteriori vantaggi in termini di protezione dell'investimento, quali quelli derivanti dal regime di segregazione patrimoniale tipico delle società per la cartolarizzazione, come concepite nel nostro ordinamento. La legge n. 130/99 non pone limiti in merito alla natura dei crediti, limitandosi a stabilire che questi debbano essere "*crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco*", intendendosi per *crediti futuri* tutti i crediti non ancora esistenti, ma generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente. Altro requisito oggettivo individuato dalla norma è *l'individuabilità in blocco* dei crediti pecuniari ceduti, che corrisponde all'"*insieme dei crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l'omogeneità giuridico finanziaria degli stessi*"¹³.

Individuato il portafoglio di crediti, si osserva come la disciplina disposta dalla legge sulla cartolarizzazione sia finalizzata a tutelare principalmente gli interessi degli investitori. Questi beneficiano, in primo luogo, della segregazione del portafoglio dei crediti da ogni altro bene della società veicolo. Infatti, sui crediti acquistati dalla società veicolo sono esperibili, ai sensi dell'art. 1, comma I, lettera *b*) della legge n. 130/99, unicamente azioni a tutela dei portatori dei titoli *asset-backed*, e, secondo una certa dottrina, a tutela di coloro che hanno sostenuto le spese necessarie connesse alla cartolarizzazione¹⁴.

Una volta coniugata questa disposizione con quella indicata all'art. 3, comma II, ai sensi della quale "*i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni*" e sul quale sono ammesse azioni solo da parte dei titolari dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti, è possibile determinare gli elementi patrimoniali attivi destinati a servizio dei portatori dei titoli

La norma ricomprende all'interno del patrimonio separato non solo i crediti ceduti alla SPV da parte dell'*originator* e le somme corrisposte, di volta in volta, dai debitori ceduti al momento della riscossione dei crediti stessi, ma anche altri *asset* di cui la SPV divenga titolare nel corso dell'operazione¹⁵. Ci si riferisce alle somme che derivano dalla cessione del portafoglio di crediti a terzi nell'interesse dei portatori dei titoli (art. 2, comma III, lett.

¹³ Cfr. ARTALE, *Profili giuridici della cartolarizzazione dei crediti*, in AA.VV. *Guida alla securitization*, Roma, Bancaria ed., (1999), pg. 7

¹⁴ P. FERRO LUZZI, *La Cartolarizzazione*, Giuffrè editore (2005), pg. 301.

¹⁵ P. FERRO LUZZI, op. cit. p. 302.

d), alle attività finanziarie in cui il veicolo può reinvestire i fondi derivanti dalla gestione del portafoglio e non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli (art. 2, comma III, lett. e), ed alle somme derivanti dai contratti di copertura dal rischio di tasso di interesse o di cambio (art. 2, comma III, lett. f). A queste, vanno aggiunte anche eventuali somme derivanti dalle linee di liquidità o di apertura di credito che sono preposte a far fronte ad eventuali *mismatch* tra la riscossione degli incassi e le date di pagamento degli interessi e del capitale dei titoli, nonché le somme derivanti dall'escussione delle garanzie che assistono i crediti.

Come accennato in precedenza, l'operatività della separazione sul piano sostanziale dei crediti ceduti - che si realizza a seguito del distacco dal patrimonio del cedente dei crediti ceduti - e della segregazione processuale¹⁶ sono attuate nel momento in cui viene pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale l'avviso dell'avvenuta cessione dei crediti. Sul punto il legislatore ha inteso, ancora una volta, richiamare l'art. 58 del Testo Unico Bancario a tenore del quale "gli adempimenti pubblicitari previsti dal comma II, producono gli effetti indicati all'art. 1264 del Codice Civile", facendo così venir meno l'oneroso procedimento di notifica ai debitori ceduti, che trova applicazione ai sensi della disciplina civilistica.

Nella prassi internazionale, la segregazione opera in modo biunivoco (c.d. *ring fencing*) poiché da un lato impedisce a soggetti estranei all'operazione di avviare procedure esecutive sui beni sottoposti al vincolo di destinazione in favore dei sottoscrittori dei titoli, dall'altro la struttura stessa dell'operazione implica che gli investitori non possano soddisfare le loro ragioni creditorie se non agendo unicamente sul portafoglio dei crediti della SPV¹⁷. Questa conclusione non deve sorprendere perché la SPV, nell'esperienza estera, è sostanzialmente priva di un patrimonio proprio ed è normalmente adoperata per una sola operazione di cartolarizzazione, al termine della quale si estingue¹⁸.

In Italia, in forza del modello determinato dalla normativa, il soggetto cessionario è dotato di piena personalità giuridica ed è organizzato in forma di società di capitali, e, conseguentemente, è sottoponibile alle procedure fallimentari. Per tale ragione, l'art. 3, comma I, della legge sulla cartolarizzazione prevede che la società cessionaria debba avere come unico oggetto l'attività di cartolarizzazione, altrimenti potrebbe divenire concreto l'interesse ad aggredire il patrimonio generale della SPV che di per sé è idonea a realizzare più operazioni di cartolarizzazione. Viene allora in soccorso il dettato dell'art. 3 della legge n. 130/99 che ha cura di specificare che su "ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti"¹⁹. Pertanto, i sottoscrittori di un'operazione non hanno azione nei confronti dei crediti segregati relativi ad altre operazioni, qualora la SPV abbia attuato più operazioni di cartolarizzazione, ma possono agire solo rispetto al patrimonio separato dell'operazione di cui hanno sottoscritto i titoli²⁰. Giova ricordare che il principio in esame non si pone in contrasto con la normativa civilistica dell'art. 2740 del codice civile che, al primo comma, dispone che il debitore è responsabile delle sue obbligazioni con tutti i beni presenti e futuri²¹, prevedendo, al secondo comma, una riserva di legge²², in deroga al divieto di limi-

¹⁶ P. FERRO LUZZI, *op.cit.*, p. 302.

¹⁷ Cfr. D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *La Cartolarizzazione dei Crediti*, Il Mulino, 2002, pg. 133.

¹⁸ In questo senso, R. PARDOLESI, *op. cit.*, pg. 57.

¹⁹ In tema di patrimonio autonomo, si veda: L. BIGLIAZZI GERI, voce *Patrimonio Autonomo*, in *Enc. Dir.*, XXXII, Milano, 1982; M. Bianca, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996.

²⁰ D. Galletti, G. GUERRIERI, *op. cit.*, pg. 136.

²¹ Cfr. P. Schlesinger, *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. Dir. Proc.*, 1995, 319.

²² In tal senso, C. RUCELLAI, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della l. 30 aprile 1999, n. 130*, in *Giur. Comm.*, pg.392;

tazione della responsabilità patrimoniale del debitore. L'ordinamento, in tal modo, consente di creare ipotesi di separazione dei patrimoni, in linea con la normativa della Legge sulla cartolarizzazione. In altre parole, ciascuna operazione di cartolarizzazione deve rimanere ben distinta da tutte le altre perché il singolo patrimonio non è aggredibile, né da parte di chi vanta crediti nei confronti della società veicolo, né da parte di chi vanta crediti nei confronti di un diverso patrimonio, pur gestito dalla stessa società²³.

La legge sulla cartolarizzazione offre ulteriori strumenti per rafforzare le tutele giuridiche a favore di chi investa in portafogli di crediti in sofferenza, contenendo infatti disposizioni di estremo favore in materia di revocatoria fallimentare; disposizioni dirette a ridurre i rischi di depauperamento della garanzia patrimoniale posta a favore degli investitori in caso di fallimento di uno dei soggetti coinvolti nell'operazione. L'art. 4, comma II, della legge sulla cartolarizzazione si ispira chiaramente alle disposizioni dell'art. 5, comma I, della legge 52/1991, salvo per la sostituzione del requisito del pagamento avente data certa con quello della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale e della relativa iscrizione al Registro delle Imprese). Dalla data della pubblicazione, e non dalla data in cui siano state espletate eventuali ed ulteriori formalità previste richieste dalla Banca d'Italia²⁴, la cessione dei crediti sarà opponibile sia agli altri aventi causa dell'*originator*, sia ai creditori dell'*originator*, anche in ipotesi di fallimento del cedente come disposto dall'art. 45 della legge fallimentare. Diversamente da quanto previsto dall'art. 6 della legge sul factoring, l'art. 4 della legge 130/99 contiene una deroga (più precisamente un principio di inapplicabilità) alla esperibilità dell'azione revocatoria fallimentare sui pagamenti effettuati dai debitori ceduti molto più marcata rispetto a quanto previsto nella legge sul factoring²⁵.

Inoltre, la legge 130/99 prevede che i termini per esercitare l'azione revocatoria non siano di un anno e sei mesi, come previsto dall'art. 67 della legge fallimentare, ma siano ridotti rispettivamente a sei mesi e tre mesi. Non è invece "disapplicato", in relazione ai pagamenti effettuati dai debitori ad una società per la cartolarizzazione, il disposto di cui all'art. 65 della legge fallimentare, ai sensi del quale sono inefficaci verso la massa quei pagamenti effettuati dal debitore in relazione ai crediti aventi scadenza nel giorno della dichiarazione di fallimento, oppure posteriormente ad essa, qualora siano stati effettuati nei due anni anteriori alla dichiarazione stessa. Si comprende come una simile previsione possa avere un impatto sostanziale sulla struttura giuridica di un'operazione di cartolarizzazione, dal momento che potrebbe vanificare lo sforzo legislativo di tutelare la segregazione del patrimonio della società veicolo.

²³ Cfr. F. CAPUTO-NASSETTI, *La segregation nei mercati finanziari internazionali: garanzia vera o apparente?*, in *Dir. Comm. Int.*, 1995, pg. 349.

²⁴ R. Pardolesi, op. cit., pg. 145.

²⁵ La Legge n. 130/99 ha adottato una differente disciplina, in maniera oltremodo opportuna data la struttura e la funzione delle operazioni di *securitization*, rispetto alle operazioni di *factoring*. Nelle operazioni di cartolarizzazioni, infatti, i crediti sono ceduti *pro soluto*. Questo in linea con l'impostazione delle operazioni di cartolarizzazione come originariamente concepite nei mercati finanziari in base alle quali gli investitori assumono un rischio legato e valutato in base alla qualità dei crediti e non intendono piuttosto realizzare un finanziamento alla banca cedente garantito dai crediti. È poi essenziale che, ove l'operazione si prefigga dei benefici di patrimonio di vigilanza, che a seguito della cessione, l'*originator* sia liberato da qualsiasi obbligazione, relativa ai crediti ceduti, altrimenti l'operazione potrebbe non soddisfare l'esigenza primaria di rimuovere definitivamente i crediti di bilancio dall'attivo patrimoniale. Non trattiamo qui i complessi requisiti richiesti al fine di conseguire la c.d. *derecognition*, ossia il trasferimento dei crediti al di fuori del bilancio del cedente. Requisiti legati a diversi fattori, quali l'assenza di partecipazione azionaria dell'*originator* nel capitale sociale del veicolo per la cartolarizzazione, la presenza di opzioni di riacquisto del portafoglio per importi superiori a talune soglie. Su questo si vedano le *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche - Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006*, come aggiornate il 28 gennaio 2011). La Legge sul Factoring persegue disciplina invece una operazione che si pone come modalità di finanziamento dell'impresa cedente da parte del cessionario, ed in tale ottica vanno lette le disposizioni normative in ambito fallimentare. Si prevede, all'art. 6: che il pagamento compiuto dal debitore ceduto al cessionario non sia soggetto a revocatoria, ex art. 67 della Legge Fallimentare. La norma, però, si premura di aggiungere che la curatela può proporre l'azione revocatoria nei confronti del soggetto cedente qualora provi che questi fosse a conoscenza dell'insolvenza del debitore ceduto alla data del pagamento del cessionario.

Sul punto la Corte di Cassazione è stata più volte sollecitata e l'orientamento più recente, ribadito dalla pronuncia n. 17552 del 29 luglio 2009, afferma che l'inefficacia opera in virtù del solo fatto oggettivo dell'anticipazione del pagamento, in conseguenza di un precedente accordo negoziale, rispetto alla sua scadenza originaria. La Suprema Corte²⁶ ha però chiarito che se questa facoltà è prevista dalla legge (come è il caso nelle operazioni di credito fondiario), il rimborso anticipato non può essere dichiarato inefficace ai sensi dell'art. 65 della Legge Fallimentare, anche nel caso in cui possa, in astratto, essere richiamata l'applicazione dell'art. 65 della legge fallimentare²⁷.

Aspetti pratici delle operazioni di cartolarizzazione di crediti in sofferenza

4. L'individuazione del portafoglio crediti

Le operazioni di cartolarizzazione di crediti *non-performing* sono di solito precedute da una *due diligence* sui crediti, finalizzata ad una corretta classificazione, valutazione ed analisi dei crediti all'interno di un unico portafoglio e delle garanzie ipotecarie che li assistono. L'analisi dei crediti deve considerare diversi fattori, quali la tipologia dei debitori, la loro dislocazione geografica, l'incidenza di procedure concorsuali nel portafoglio, la distribuzione geografica degli immobili oggetto di ipoteca. La *due diligence* viene generalmente condotta dalla società che verrà incaricata come *special servicer* della gestione del portafoglio e comprenderà anche una analisi dello stato processuale delle esecuzioni immobiliari e delle procedure concorsuali che riguardano i singoli crediti²⁸. Si tratta, in genere, per portafogli con una forte granularizzazione di debitori ceduti, di *due diligence* effettuate su campioni selezionati tenendo conto delle posizioni creditorie di maggiore incidenza quantitativa sul portafoglio ed anche dell'andamento del mercato immobiliare nelle aree di localizzazione degli immobili oggetto di ipoteca. Un lavoro fondamentale per poter stilare una stima dei tempi di recupero dei crediti oggetto di acquisizione e quindi dei tempi di rientro dell'investimento, che sono variabili fondamentali ai fini del calcolo del prezzo e della possibilità di ottenere i livelli di rendimento attesi.

5. L'attività del servicer

Il *servicer*, come anticipato, ricopre un ruolo cruciale nelle operazioni di investimento in crediti *non-performing*, in quanto è essenzialmente la strategia di recupero e gestione dei crediti che questi mette in atto²⁹ che determinerà un veloce rientro dell'investimento ed

²⁶ Conformi: Cassazione 5 aprile 2002, n. 4842, in *Contratti*, 2002, p. 1125, nota di BRUNO; Cassazione 18 luglio 2008, n. 19978, in *Fallimento*, 2008, 1385, nota di SPIOTTA. Si segnala anche Cassazione 10 aprile 1969, n. 1153, che attribuisce al debitore la facoltà di rimborso anticipato nel caso in cui in tal senso sia previsto dal contratto di finanziamento.

²⁷ Si consideri anche la favorevole disciplina prevista dall'art. 39 (*ipoteche*) del Testo Unico Bancario che prevede che le garanzie ipotecarie che assistono finanziamenti fondiari si consolidino qualora siano state iscritte dieci giorni prima della pubblicazione della sentenza dichiarativa di fallimento, nonché la disapplicazione dell'art. 67 della legge fallimentare in caso di pagamenti effettuati dal debitore a fronte di crediti fondiari. In tal modo sono ulteriormente tutelati gli interessi dei sottoscrittori di titoli.

²⁸ Cfr. Moody's - *The Moody's approach to monitoring Italian Non-Performing Loan transactions* - dicembre 2002, pg. 5.

²⁹ Sulla base della normativa attualmente in vigore, le società di servicing devono essere intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del TUB. Sulla base della normativa attualmente in vigore, in particolare, ai sensi dell'art. 17 del D.M. 17 febbraio 2009, n. 29 (DM 29/2009), ai fini dell'iscrizione nell'elenco speciale (previsto dall'art. 107 del Testo Unico Bancario) la Banca d'Italia verifica il possesso da parte dell'intermediario dei requisiti di cui agli articoli 15, comma II (che prevede, tra l'altro, l'obbligo di iscrizione all'elenco speciale per gli intermediari finanziari incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento previsti dall'articolo 2, comma 3, lettera c), della legge 30 aprile 1999, n. 130, anche ai sensi dell'articolo 7-bis, comma 4, della stessa legge) e 16, comma 1 (nel caso di intermediari finanziari che esercitano in via esclusiva, prevalente o rilevante attività di rilascio di garanzie) del DM 29/2009 nonché il rispetto delle disposizioni previste dal Titolo V del Testo Unico Bancario. Nello specifico, l'art. 106 del Testo Unico Bancario prevede, *inter alia*, che l'iscrizione nell'elenco sia subordinata al ricorrere delle seguenti condizioni: a) forma di società per azioni, di società in

un conseguente raggiungimento dei livelli di rendimento attesi dagli investitori. Nelle cartolarizzazioni di crediti *in bonis*, i debitori sono soliti effettuare i pagamenti, alle date di scadenza indicate nel piano di ammortamento, in favore del *servicer*, che di norma è l'*originator* stesso. Nelle operazioni di investimento aventi ad oggetto crediti in sofferenza, una volta che i crediti sono stati ceduti alla società veicolo la gestione dell'attività di recupero è affidata allo *special servicer*³⁰ sulla base di un rapporto di mandato con rappresentanza. L'operazione presenta quindi per la banca cedente anche dei vantaggi in termini organizzativi per il recupero di risorse interne (umane e materiali) oltre che di approvvigionamento finanziario e di miglioramento degli indici patrimoniali. Lo *special servicer* opera, di norma, con una strategia molto precisa ed analitica (anche sulla base delle risultanze della *due diligence*), calibrata avendo riguardo al *business plan* condiviso con gli investitori³¹. Uno dei benefici normativi introdotti per facilitare il mercato delle cartolarizzazioni che ha, conseguentemente, semplificato la gestione degli investimenti in sofferenze bancarie è l'espressa previsione contenuta nell'articolo 58, terzo comma, del Testo Unico Bancario (non a caso introdotta nel 1999, *post* legge sulla cartolarizzazione) secondo cui nelle cessioni effettuate ai sensi della predetta norma il cessionario (leggasi, la società per la cartolarizzazione) continua a beneficiare delle discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti. Norma volta essenzialmente a consentire ai veicoli per la cartolarizzazione che acquisissero crediti erogati ai sensi della disciplina sul credito fon-

accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; b) oggetto sociale conforme al disposto del comma 2; c) capitale sociale versato non inferiore a cinque volte il capitale minimo previsto per la costituzione delle società per azioni; d) possesso, da parte dei titolari di partecipazioni e degli esponenti aziendali, dei requisiti previsti dagli articoli 108 e 109). Si ricorda, però, che l'art. 27 del DM 29/2009, nega l'iscrizione degli intermediari finanziari all'elenco speciale qualora l'intermediario stesso non rispetti le regole di adeguatezza patrimoniale stabilite dalla Banca d'Italia e non disponga di un sistema informativo-contabile, di metodi di misurazione e gestione dei rischi nonché di strutture di controllo interno adeguati rispetto al volume e alla complessità dell'attività svolta o che intende svolgere. Inoltre, essendo il *servicer* un intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del TUB, è richiesto che si attenga alle "Istruzioni di vigilanza per gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale", indicata dalla Circolare della Banca d'Italia n. 216 del 5 agosto 1996, come di volta in volta modificata. Va poi ricordato come la Banca di Italia, con la comunicazione del 3 novembre 2003, abbia indicato quali requisiti patrimoniali debba avere una società di servicing. Sul punto, l'allegato parte seconda, lettera 1, specifica che il *servicer* deve disporre di un patrimonio utile ai fini di vigilanza di 1 milione di euro nel caso in cui la cartolarizzazione abbia un importo compreso tra i 100 ed i 500 milioni di euro, e di 1,5 milioni di euro se l'importo della cartolarizzazione è superiore ai 500 milioni di euro. Per completezza, con riferimento agli intermediari finanziari in generale ed ai soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento, va segnalato che la disciplina sopra citata in tema di intermediazione finanziaria è stata oggetto di recente modifica mediante il D. Lgs. n. 141 del 13 agosto 2010, che, *inter alia*, istituisce un unico albo degli intermediari finanziari eliminando pertanto le distinzioni tra intermediari iscritti nell'elenco generale di cui all'art. 106 e intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107. In particolare, l'art. 9 del D. Lgs. 141/2010 introduce modifiche anche alla legge 130/1999, modificando l'art. 2, comma 6 e prevedendo che "i servizi indicati nel comma 3, lettera c) [i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento, ndr], possono essere svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. Gli altri soggetti che intendono prestare i servizi indicati nel comma 3, lettera c), chiedono l'iscrizione nell'albo previsto dall'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, anche qualora non esercitino le attività elencate nel comma 1 del medesimo articolo purché possiedano i relativi requisiti". Inoltre, ai sensi delle novità normative introdotte, gli intermediari saranno autorizzati ad esercitare l'attività di intermediazione finanziaria se rispettano i requisiti indicati all'art. 107 del Testo Unico Bancario, ovvero: (i) avere la forma di società di capitali; (ii) avere la sede legale e la direzione generale nel territorio della Repubblica; (iii) il capitale non deve essere inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia; (iv) deve presentare un programma concernente l'attività iniziale e la struttura organizzativa, unitamente all'atto costitutivo o allo statuto; (v) è richiesto il possesso da parte dei titolari di partecipazioni di cui all'art. 19 e degli esponenti aziendali dei requisiti previsti agli artt. 25 e 26; (vi) non sussistano tra gli intermediari finanziari o i soggetti del gruppo di appartenenza e altri soggetti legami che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza; (vii) l'oggetto sociale sia limitato alle attività di cui ai commi I e II dell'art. 106. Va però precisato che l'art. 10, comma 8 del Decreto 141/2010 contiene un articolato regime transitorio che prevede, tra l'altro, che fino alla data di entrata in vigore delle disposizioni di attuazione relative alla revisione della disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario continua ad applicarsi la disciplina previgente disponendo anche regole specifiche per l'ipotesi di soggetti già autorizzati. La Banca d'Italia dovrebbe adottare le disposizioni di attuazione entro il dicembre 2011.

³⁰ Lo *special servicer* è tipicamente un soggetto terzo che ha il compito di procedere al recupero dei crediti in sofferenza, ma in taluni casi, la banca cedente può servirsi di un team *in-house* per la gestione del recupero dei crediti. In merito, Moody's, *Italian NPL Transactions Performance Review*, Marzo 2006, pg. 5.

³¹ La strategia del *servicer* viene caratterizzata dalle procedure di gestione dei crediti NPL e da un efficiente sistema informatico attraverso cui sono analizzati tutti i dati relativi a ciascuna posizione creditoria. Cfr., Moody's, *NPL Securitization and Moody's Rating Methodology - Italian Technology for Export*, 9 settembre 2003, pg. 11.

diario di beneficiare delle previsioni di cui all'articolo 41 del Testo Unico Bancario, con innegabili benefici in termini di celerità delle attività di recupero.

La strategia di *servicing* è finalizzata ad ottimizzare il recupero delle somme dovute dai debitori e può essere attuata attraverso: (i) procedimenti giudiziali; (ii) stipula di accordi stragiudiziali; e (iii) metodi alternativi (quali, *inter alia*, la cessione dei singoli crediti o blocchi di crediti a soggetti terzi). Compito del *servicer* è quello di individuare la procedura maggiormente efficace in ragione della natura del *pool* di crediti. Qualora sia stato già avviato un procedimento giudiziale per il recupero dei crediti, oppure il *servicer* intenda avvalersi di tale procedimento, occorrerà considerare le specifiche tempistiche in materia di procedure esecutive, che come noto, variano da tribunale a tribunale.

Si stima che in Italia, il periodo medio necessario per recuperare una somma di denaro mediante una procedura esecutiva, in presenza di un'ipoteca immobiliare, può variare tra i cinque ed i sette anni³². Le procedure stragiudiziali che possono sostanziarsi in accordi transattivi (anche con possibilità di stralcio parziale), moratorie e piani di rientro mostrano una maggiore celerità di recupero rispetto alle procedure esecutive ma comportano, di norma, una rinuncia parziale al credito che oltre certi livelli deve essere approvata dagli investitori (con i meccanismi delineati al successivo paragrafo 6). In ogni caso, è necessario che il *servicer* sia in grado di acquisire quante più informazioni possibili sul debitore, in modo tale da effettuare un'analisi puntuale della sua situazione economico-patrimoniale. Lo *special servicer*, pertanto, deve adottare un modello di gestione del portafoglio basato prevalentemente sulla valutazione ed il monitoraggio delle possibilità di recupero dei crediti.

Al fine di ottimizzare il rientro sulle varie posizioni in sofferenza in talune operazioni può essere previsto il ricorso ad una *real estate owned company* (o *ReoCo*). Questa è una società immobiliare (controllata o collegata agli investitori) che partecipa alle procedure d'asta, presentando offerte per l'aggiudicazione degli immobili oggetto di esecuzione immobiliare. La *ReoCo* presenta offerte nel caso in cui il prezzo offerto per l'immobile sia superiore all'importo atteso in relazione al credito ma comunque di tutto interesse rispetto alla valutazione dell'immobile effettuata dal *servicer*. Qualora, poi, la *ReoCo* si aggiudichi l'immobile, questa potrà successivamente vendere l'immobile, eventualmente ottimizzando (in modo indiretto) il ritorno economico complessivo per gli investitori. L'obiettivo della *ReoCo* è quello di combinare la capacità del *servicer* di gestire in modo efficace il portafoglio con la conoscenza del mercato immobiliare tipica degli investitori che operano su questo tipo di *assets*.

6. La corporate governance e i poteri dei portatori dei titoli

Le operazioni di investimento in crediti *non performing*, effettuate attraverso lo schema della cartolarizzazione, presentano la necessità che siano molto analiticamente declinati i poteri spettanti ai portatori dei titoli, visto e considerato che è in tale veste che gli investitori potranno dirigere e controllare l'andamento del proprio investimento, la cui titolarità è mediata dall'utilizzo di una società per la cartolarizzazione. L'investimento nel portafoglio verrà strutturato quindi come investimento nei titoli emessi dal veicolo per la cartolarizzazione. Secondo le esigenze di co-investimento dei vari soggetti investitori e di partecipazione del *servicer* ai benefici di una eventuale *extra-performance* del portafoglio po-

³² Cfr. PriceWaterhouseCoopers – *The Italian NPL market, why investing in Italy*, aprile 2011, pg. 6.

tranno essere emesse *tranches* di titoli con diversi gradi di subordinazione (*senior*, *mezzanine* e *junior*) I meccanismi a presidio degli interessi degli investitori vengono solitamente definiti in un contratto di *joint-venture*³³ che viene stipulato fra gli investitori/ *noteholders*. In questo contratto, si prevede che i portatori di titoli *junior* potranno esercitare il diritto di voto, in via esclusiva oppure congiuntamente ai portatori di titoli *senior*, su questioni aventi un impatto significativo sull'operazione, attinenti, in particolar modo all'attività del *servicer* e alla gestione del portafoglio dei crediti. Inoltre, le parti sono solite prevedere anche che, qualora l'assemblea dei portatori dei titoli non sia in grado di esprimere la maggioranza richiesta per assumere una deliberazione, oppure, ove previsto, i portatori di titoli *junior* esercitino il loro diritto di veto (*deadlock*), venga riconosciuto il diritto di opzione di vendita o di acquisto dei titoli, secondo le circostanze. Altro meccanismo preposto a salvaguardare l'interesse dei portatori di titoli, è l'attribuzione a questi del diritto di prelazione da esercitarsi qualora un investitore intenda cedere la propria partecipazione nell'investimento. Qualora, però, questo diritto di prelazione non venga esercitato, la tutela è ugualmente garantita dal riconoscimento del diritto di co-vendita (*tag-along right*) della propria partecipazione, assicurando, in tal modo, al portatore di titoli un pieno allineamento nelle possibilità di monetizzazione dell'investimento.

³³ Anche il *Regolamento dei Titoli* presenta delle previsioni in merito al rapporto intercorrente tra i portatori dei titoli. In realtà, quanto ivi concordato non si pone in contrasto con la disciplina riportata nel *joint-venture agreement*, ma si integra con la stessa, completando la disciplina prevista in relazione all'esercizio dei diritti di loro spettanza, da parte dei portatori dei titoli.