



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Quaderni di Ricerca Giuridica

della Consulenza Legale

La disciplina italiana dei *Covered Bond*

di Enrico Galanti e Mario Marangoni

numero

58

All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale e organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.

All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.

I "Quaderni di ricerca giuridica" intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prodotti prevalentemente da appartenenti alla Consulenza Legale e originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

I "Quaderni" riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.

Comitato di Coordinamento:

GIUSEPPE CARRIERO, MARINO OTTAVIO PERASSI, MARCELLO CONDEMI, OLINA CAPOLINO, STEFANIA CECI,
ENRICO GALANTI

Abstract

Con il D.M. Economia e Finanze del 14.12.2006, n. 310 e le Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia del 17.5.2007 può finalmente dirsi completa la disciplina italiana delle obbligazioni bancarie garantite (c.d. "*covered bond*") previste dagli artt. 7-*bis* e 7-*ter* della l. 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione di crediti introdotti dall'art. 2, comma 4-*ter* del d.l. 14 marzo 2005, n. 35 (c.d. "decreto competitività") convertito dalla l. 14 maggio 2005, n. 80.

Le emissioni di questi particolari titoli obbligazionari potranno così svilupparsi anche nel nostro paese sino a costituire il segmento di un più vasto mercato europeo che, negli ultimi tempi, ha assunto un'importanza crescente spinto, dal lato della domanda, da un bisogno di diversificazione e di protezione degli investitori e, da quello dell'offerta, dalla possibilità degli intermediari bancari di usufruire di una serie di vantaggi regolamentari.

Il lavoro si apre con un esame delle principali caratteristiche dei *covered bond* che vengono ricondotti all'ampia categoria delle *asset backed securities* (ABS) pur evidenziandosi le differenze sostanziali fra di essi ed i normali titoli di cartolarizzazione. Lo studio prosegue quindi con un puntuale esame della complessa disciplina giuridica soffermandosi sulla struttura delle operazioni, i requisiti delle banche emittenti, il ruolo e natura dello SPV (viene in tale sede affrontata la problematica dell'iscrizione o meno di tale soggetto all'albo di cui all'art. 107 t.u.b.). Vengono quindi esaminate le disposizioni in materia di: attivi cedibili; rapporto massimo con le obbligazioni garantite ed eventuali obblighi di integrazione degli attivi stessi; separazione patrimoniale (raffrontata ad altre simili ipotesi di "garanzia" previste nel nostro ordinamento); norme agevolative in materia di cessione; funzione del *servicer*; *bankruptcy remoteness* delle operazioni; caratteristiche della garanzia che deve prestare lo SPV a favore dei portatori dei titoli (ricondotta alla figura del c.d. contratto autonomo di garanzia o *garantievertrag*). Il paragrafo finale è dedicato al trattamento prudenziale e ai controlli che non si basano su un sistema di autorizzazioni ma di soglie di emissione, variabili a seconda del livello di patrimonializzazione della banca, che hanno il principale scopo di tutelare i depositanti.

INDICE (*)

	Pag.
1. Introduzione	7
2. Principali caratteristiche dei <i>covered bonds</i> e della relativa disciplina.....	9
3. Struttura delle operazioni. Requisiti delle banche emittenti. Ruolo e natura dello SPV ..	13
4. Gli attivi cedibili	18
5. Il rapporto massimo con le obbligazioni garantite e l'integrazione	22
6. La separazione patrimoniale. Le norme agevolate in materia di cessione. Il <i>servicer</i>	27
7. La <i>bankruptcy remoteness</i> delle operazioni	33
8. Le caratteristiche della garanzia	36
9. Il trattamento prudenziale e i controlli	43

Appendice

L. 30.4.1999, n. 130 - <i>Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti</i>	55
Cons. Stato, Sez. Consult., par. 25.7.2006v	60
Cons. Stato, Sez. Consult., par. 23.10.2006	62
Decreto Ministero dell'economia e delle finanze 14.12.2006, n. 310 - <i>Regolamento di attuazione dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite</i>	64
Decreto Ministero dell'economia e delle finanze, Presidente del CICR del 12.4.2007	69
Disposizioni di vigilanza del 17.5.2007 - <i>Disciplina delle obbligazioni bancarie garantite</i> ..	72

* Il lavoro è frutto di ideazione, elaborazione e revisione comuni, tuttavia i parr. 5 e 9 possono essere attribuiti a Mario Marangoni ed i restanti ad Enrico Galanti.

1. Introduzione

Con il D.M. 14 dicembre 2006, n. 310 (1) (d'ora innanzi il *Regolamento*) e le Disposizioni di vigilanza del 17.5.2007 emanate in conformità al Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze in qualità di presidente del CICR adottato d'urgenza ex art. 3.2 t.u.b. (d'ora innanzi le *Disposizioni di vigilanza*) (2) può finalmente dirsi completa la disciplina italiana delle obbligazioni bancarie garantite (c.d. "*covered bond*", d'ora innanzi indicati anche, per brevità, come *c.b.*) previsti dagli artt. 7-bis e 7-ter della l. 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione di crediti (d'ora innanzi anche "la Legge") (3) introdotti nell'ordinamento italiano dall'art. 2, comma 4-ter del d.l. 14 marzo 2005, n. 35 (c.d. "decreto competitività") convertito dalla l. 14 maggio 2005, n. 80.

(1) "*Regolamento di attuazione dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite*", pubblicato nella G.U. n. 25 del 31 gennaio 2007.

(2) I testi dei decreti ministeriali e delle disposizioni di vigilanza sono riportati in *Appendice* per una più agevole consultazione.

(3) Su tale legge, il cui testo viene pure riportato in *Appendice*, cfr.: FERRO-LUZZI - PISANTI (a cura di), *La cartolarizzazione, Commento alla legge n. 130/99, Milano, 2005*; MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130, in Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 997; ABI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Roma 1999; R. ADAMO, *Il modello di sviluppo del mercato delle ABS in Italia. Caratteristiche strutturali e trasformazioni future*, in *Riv. banc. merc. fin.*, 2005, 61; RUCCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 411; ID., *La cartolarizzazione dei crediti a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130*, *ivi*, 2001, I, 392; MODULO - ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione di crediti*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 73; MAIMERI, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione di crediti*, in *Banca borsa*, 1999, I, 235; SCIARRONE ALIBRANDI, *Brevi note sulla L. 30 aprile 1999, n. 130, recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"*, *ivi*, 489; TERRUSI, *Il recupero dei crediti concorsuali: cartolarizzazione e proroga di funzioni del curatore fallimentare*, in *Dir. fall.*, 2005, I, 408; MALATESTA, *La legge sulla cartolarizzazione e la cessione di crediti "esteri"*, in *Banca borsa*, 2002, I, 92; FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002; ID., *Cartolarizzazione dei crediti: emissione dei titoli e prospetto informativo*, in *Dir. prat. soc.*, 2000, n. 12, 19; SEPE, *Il servicer e l'attività di servicing: evidenza empirica e profili giuridici*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2002, I, 73; RUMI, *Le funzioni di servicing nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Dir. prat. soc.*, 2000, n. 19, 20; ID., *Securitisation in Italia. La l. n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 438; GABRIELE, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 512; ALDERIGHI, *Vecchie e nuove in materia di cartolarizzazione dei crediti futuri*; GROSSI, *Il fallimento nella cartolarizzazione dei crediti, prime riflessioni*; MASNADA, *Nuove norme in tema di società di cartolarizzazione dei crediti*, tutti in *Impresa*, 2001, 970; RAGUSA MAGGIORE, *La revocatoria fallimentare nella legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Vita not.*, 1999, 1167; CABRAS, *Cartolarizzazione dei crediti e procedure concorsuali*, in *Impresa*, 2000, 1139; ID., *Cartolarizzazione dei crediti per superare la crisi di impresa*, *Dir. e prat. soc.*, 2000, n. 20, 11; PLAIA, *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999 n. 130: profili comparatistici*, in *Giur. mer.*, 2000, 488; GALLETTI - GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002; TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003; PATALANO, *La cartolarizzazione dei crediti tra problemi di legittimità e di effettività*, in *Dir. pen. e proc.*, 1999, 803; PARDOLESI (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla l. 30 aprile 1999 n. 130*, Milano, 1999; NAPOLITANO, *La cartolarizzazione dei crediti*, *Impresa*, 1999, 1386; PETRAGLIA, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti: brevi riflessioni*, in *Corr. giur.*, 1999, 1069; VENTURA, *La cartolarizzazione dei crediti nell'ordinamento giuridico italiano: un primo commento alla l. 30 aprile 1999 n. 130*, in *Giur. it.*, 1999, 1993; DE NOVA - LEO, *La securitisation in Italia*, in *Contratti*, 1999, 709; BELLI - MAZZINI, *Commento alla l. 30 aprile 1999 n. 130, disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Guida al dir.*, 1999, n. 25, 16. Sugli aspetti fiscali: MAZZAPESA, *La neutralità fiscale del patrimonio separato delle società veicolo*, in *Giust. civ.*, 2003, II, 271; SORRENTINO, *Note problematiche e prospettive di imponibilità dei residui di gestione derivanti da operazioni di cartolarizzazione*, in *Bollettino trib.*, 2003, 987; F. DEZZANI - L. DEZZANI, *Il "residuo finale" dell'operazione di cartolarizzazione è tassabile in capo al percettore*, in *Fisco*, 2003, 1283; LAROMA - JEZZI, *I profili soggettivi dell'imposizione nella cartolarizzazione dei crediti, fra separazione patrimoniale e trust*, in *Riv. dir. trib.*, 2003, I, 259; MARINI, *Il parere dell'amministrazione finanziaria sul regime IVA applicabile alle cessioni di crediti nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Fisco*,

Le emissioni di questi particolari titoli obbligazionari potranno così svilupparsi anche nel nostro paese sino a costituire il segmento di un più vasto mercato europeo che ha, negli ultimi tempi, assunto un'importanza crescente (4) spinto, dal lato della domanda, da un bisogno di diversificazione e di protezione degli investitori e, da quello dell'offerta, dalla possibilità degli intermediari bancari di usufruire di una serie di vantaggi regolamentari (5).

Si può anzi osservare come il trattamento prudenziale favorevole di questi strumenti finanziari, contribuendo alla loro diffusione, finisca, sia pure indirettamente, per rispondere a quell'esigenza di maggior protezione dell'investimento in capitale di debito che il *default* di emittenti quotati ha drammaticamente evidenziato proprio nel nostro paese, stimolando la nascita di nuove iniziative di mercato (6).

2003, 4844; CERIANA, *Prime osservazioni sugli aspetti civilistici e fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Dir. e prat. trib.*, 2001, I, 406; LUPI, *Profili fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*, *Rass. trib.*, 2000, 386; NESSI, *Aspetti contabili e fiscali della securitisation*, in *Fisco*, 2000, 12119; LOMBARDINI - NANNI, *Note sugli aspetti tributari della l. 30 aprile 1999 n. 130 in materia di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. it.*, 1999, 2455; ARNAO - CASTELLI, *Problematiche fiscali della cartolarizzazione dei crediti*, in *Corriere trib.*, 1999, 2196; SALVATORI LUSCHI, *Prime riflessioni in merito alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Fisco*, 1999, 10649; VALACCA, *Cartolarizzazione dei crediti pecuniari ceduti a titolo oneroso*, in *Corr. tribut.*, 1999, 2215. Sugli aspetti tributari, cfr. in giurisprudenza, Commiss. Tribut. Sassari, 10 giugno 2004 n. 67 (secondo la quale la riassunzione del rischio da parte del c.d. *originator* sotto forma di prestazione di garanzie aggiuntive e di sottoscrizione dei titoli non esclude il carattere *pro soluto* della cessione), in *Banca borsa*, 2006, II, 87, con nota di SCANO, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitisation*.

(4) Secondo dati *European Covered Bonds Council/European Mortgage Federation* (l'associazione che raggruppa le principali banche europee attive sul mercato dei c.b.) nel 2005 sarebbero stati emessi in Europa c.b. per un equivalente di circa 479 miliardi di euro. Secondo la stessa fonte, lo stock dei titoli della specie in essere alla fine del 2005 si sarebbe aggirato a circa 1.800 miliardi di euro ed una crescente parte di essi sarebbe di tipo strutturato. La quota di gran lunga più consistente sembrerebbe essere quella delle *Pfandbriefe* tedesche (74%), seguite a distanza dalle: *Realkreditobligationer* danesi (12%), *Obligations foncières* francesi (4,5%), *Bostadsobligationer* svedesi (4%), *Cédulas territoriales* spagnole (3%), *Lettres de gage* lussemburghesi (1%), *Fundierte Schuldverschreibungen* austriache (0,5%), *Asset covered securities* irlandesi (0,5%). Si tratta di rilevazioni che hanno probabilmente un certo grado di approssimazione per difetto che danno tuttavia l'idea della consistenza e della diffusione di questo tipo di titoli. Dati sull'emissione di c.b. in Europa compaiono anche in due articoli di M. LONGO, apparsi in *Sole 24 ore*, inserto *Mondo Immobiliare* 17 settembre 2005, 14, e del 18 novembre 2005, 39. Notizie aggiornate sulle emissioni di c.b. in Europa possono reperirsi all'interno della *Monthly note on the euro-denominated bond markets*, emessa dalla D.G. Affari Economici e Finanziari della Commissione UE e disponibile in internet su: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/bondmarkets_en.htm. Cfr. inoltre nei principali paesi europei si veda PEPPETTI - RINALDI, *I Covered Bond in Europa e le ipotesi di sviluppo in Italia*, Roma, 2001, con un'analisi della legislazione di alcuni paesi (ivi pagg. 58-74). Secondo l'intervento del rappresentante del Ministero dell'Economia C. V. FORESE al *Convegno ABI sui Covered Bond* tenutosi a Roma il 7.6.2007, l'introduzione dei c.b. potrebbe far recuperare un *gap* competitivo alle banche italiane e rendere più attraente la nostra piazza finanziaria anche per altri operatori (che potrebbero avere convenienza ad utilizzare il nostro schema di c.b.) mentre: "La possibilità per le banche di raccogliere fondi a costi inferiori non potrà non avere effetti positivi sul sistema delle imprese e delle famiglie che fanno ricorso al credito bancario".

(5) Quali l'applicazione del più favorevole trattamento prudenziale (ponderazione 10%) previsto dalla normativa comunitaria per le banche e le imprese di investimento che sottoscrivono o acquistano obbligazioni aventi determinate caratteristiche; l'ampliamento dei limiti all'investimento degli OICR consentito dalla disciplina comunitaria per le medesime obbligazioni (dal 5 al 25% del patrimonio gestito); l'inclusione degli strumenti tra le attività stanziabili di primo livello a fronte di operazioni con l'Eurosistema.

(6) Ci si riferisce all'iniziativa "Patti chiari" dell'ABI che comprende fra l'altro la messa a disposizione della clientela di un paniere di titoli obbligazionari a basso rischio - basso rendimento e all'istituzione, da parte del sistema delle BCC, di un fondo di garanzia dei propri obbligazionisti. Su quest'ultima iniziativa cfr. CALEFFI - DI SALVO - LOPEZ, *L'istituzione del Fondo di Garanzia degli Obbligazionisti delle BCC. Pre-supposti e implicazioni*, in *Cooperaz. di credito*, 2004, 203; A. GUIDI, *Il Regolamento del Fondo di Garanzia degli Obbligazionisti del credito cooperativo e il sistema di misurazione dei rischi*, ivi, 186.

La minor rischiosità di questi strumenti finanziari, di solito provvisti di *rating* (7), grazie alle garanzie dalle quali sono assistiti (segregazione degli attivi di qualità primaria ceduti, garanzia patrimoniale generica della banca emittente, impegno autonomo di garanzia del veicolo), riverberandosi in un minor rendimento, contribuisce poi, per altro verso, a renderli convenienti per le banche che possono così abbassare il costo medio della raccolta.

Il presente lavoro intende illustrare le caratteristiche salienti dei c.b. analizzando la struttura e la natura di questi titoli e le principali tematiche sia giuridiche che regolamentari poste dalla loro emissione alla luce della normativa primaria e secondaria che li disciplina (8).

2. Principali caratteristiche dei *covered bonds* e della relativa disciplina

La prima considerazione (ovvia quanto importante) che viene in mente nell'accingersi a commentare la normativa italiana sui *covered bond* è che le nuove norme primarie si inseriscono nel *corpus* della legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Ai c.b. si applica pertanto il cuore della disciplina delle cartolarizzazioni: gli artt. 3, commi 2 e 3; 4 (i quali disciplinano i meccanismi di segregazione) e 6, comma 2 (in materia di agevolazioni per la cessione di crediti fiscali) ed è significativo che questo rinvio, (operato con la formula “*salvo quanto specificato i successivi commi 2 e 3*”) alle disposizioni della l. n. 130/99 costituisca proprio l'*incipit* del nuovo art. 7-bis.

Sembrerebbe quindi che questi particolari strumenti finanziari possano considerarsi una specie dei titoli di cartolarizzazione che, dal punto di vista giuridico, si caratterizza, principalmente, per accoppiare alla “garanzia” sulla “*res*” - la segregazione di crediti ceduti al veicolo e la loro destinazione, insieme ai flussi di cassa da essi generati, alla soddisfazione esclusiva dei portatori dei sottoscrittori (cfr. artt. 1.1, lett. *b*; 3 commi, 2 e 3 nonché 4 l. n. 130/1999) – alcune garanzie di tipo personale: quella generica sul patrimonio della banca emittente ai sensi dell'art. 2740 cod. civ. e l'impegno autonomo del veicolo, in caso di *default* dell'emittente.

L'altra caratteristica rilevante dei c.b. (e si tratta questa volta di un profilo più economico che giuridico che è disciplinato nel regolamento ministeriale) è che gli attivi ceduti a fronte della loro emissione devono essere di qualità primaria. Ciò, da un lato, contribuisce a rendere tali strumenti particolarmente appetibili sia per l'investitore istituzionale, specie bancario (dato che l'investimento in tali titoli usufruirà di una ponderazione favorevole), che per il risparmiatore e, dall'altro, giustifica alcuni limiti prudenziali alla loro emissione (disciplinati dalle *Disposizioni di vigilanza*) a tutela dei depositanti della banca cedente.

(7) Secondo dati relativi alle valutazioni dei *covered bond* delle due agenzie di *rating*, riferiti a fine ottobre 2004 di fonte *Abn Amro* e pubblicati nel primo dei due articoli apparsi sul *Sole 24 ore* citati alla nt. 4, *Moody's* aveva emesso per il 50% dei casi il giudizio massimo (Aaa) per il 22% il giudizio Aa1, per il 2% quello Aa2, per il 7% quello Aa3 mentre per il 19% dei casi aveva ritenuto di non poter assegnare alcun *rating*. Meno articolate le valutazioni espresse da *Standard & Poors* che aveva assegnato la valutazione AAA al 72% dei casi e non aveva invece rilasciato alcun giudizio per il restante 28%. Sul *rating* dei c.b. italiani cfr. anche l'interessante studio di STANDARD & POORS, *New Italian Covered Bond Law Allows For Ratings Higher Than Issuing Bank* (May 30, 2007) in www.standardandpoors.com. Sulle metodologie utilizzate per dare un *rating* ai c.b. cfr. l'intervento di H. HEBERLEIN (dell'agenzia *Fitch*) al Convegno ABI del 7.6.2007.

(8) Su i c.b. italiani cfr. un interessante e articolato *Convegno ABI* tenutosi a Roma il 7.6.2007 (alcuni degli interventi in esso effettuati saranno citati in seguito) nonché D. ALBAMONTE, *La disciplina delle obbligazioni bancarie garantite a tutela degli investitori e degli altri creditori bancari*, in *Bancaria*, n. 6/2007.

Un'altra notazione di carattere introduttivo è che la disciplina che si commenta, com'è usuale in campo bancario e finanziario, non è unitaria ma a più livelli: *a*) la normativa primaria - essenzialmente costituita dai sette commi dell'art. 7-bis (9) - che oltre a definire il campo di applicazione della disciplina (commi 1 e 2) e a dettare scarse disposizioni di carattere civilistico-fallimentare (commi 2 e 4) e tributario (comma 7) opera essenzialmente tramite rinvio (come si è visto) ad altre disposizioni della l. n. 130/1999 (commi 1, primo per. e 3) e “delega” alla normativa secondaria (commi 5 e 6); *b*) il *Regolamento* che disciplina: *i*) il rapporto massimo fra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute; *ii*) la tipologia delle attività che possono formare oggetto di cessione sia originariamente che in sede di successiva integrazione; *iii*) le caratteristiche della garanzia che deve rilasciare il veicolo; *c*) le *Disposizioni di vigilanza*, emanate previa delibera del CICR (sostituita dal menzionato decreto del Ministro dell'economia emanato in via d'urgenza), alle quali, oltre che un compito generale di attuazione delle norme di legge primaria contenute nell'art. 7-bis, regolano, in particolare: *i*) i requisiti delle banche emittenti; *ii*) i criteri che le banche cedenti devono adottare per la valutazione delle attività cedute; *iii*) le modalità di integrazione degli attivi originariamente ceduti; *iv*) i controlli che le banche devono effettuare, anche tramite società di revisione, per garantire il rispetto degli obblighi di legge.

Va osservato come la necessità di una previa delibera del CICR, che non ha un autonomo contenuto precettivo (nel senso che la disciplina secondaria da applicare si trova esclusivamente nel *Regolamento* e nelle *Disposizioni di vigilanza*), ma serve essenzialmente a specificare ulteriormente i contenuti e fissare i confini delle *Disposizioni di vigilanza* - deriva dal fatto che il comma 6 dell'art. 7-bis prevede che le disposizioni di attuazione dell'Organo di vigilanza vengano emanate “*Ai sensi dell'art. 53 testo unico bancario*”. Quest'ultima disposizione, che fissa le materie della c.d. vigilanza regolamentare prevede poi, a sua volta, che le disposizioni della Banca d'Italia siano emanate “*in conformità delle deliberazioni del CICR*”.

Siamo pertanto di fronte, com'è usuale nel settore bancario e finanziario, ad un livello di normazione primaria essenziale, che si limita a fissare alcuni principi e ad allocare poteri di normazione secondaria mentre il dettaglio della disciplina (non solo prudenziale ma anche civilistica, come nel caso delle caratteristiche della garanzia) viene lasciato alla normazione secondaria che, essendo dotata di maggior flessibilità, è più in grado di adattarsi prontamente alle mutevoli esigenze del mercato.

Si può tuttavia notare come i livelli di normazione secondaria siano, in questo caso, più di uno. Il binomio proprio del t.u.b. legge – Istruzioni di vigilanza di vigilanza (da

(9) Sulle ragioni per le quali l'art. 7-ter della l. n. 130/1999 (che consentirebbe di utilizzare lo strumento del patrimonio destinato di cui all'art. 2447-bis cod. civ. per l'emissione dei c.b.) è rimasto sinora inattuato (cfr. Disposizioni di vigilanza, sez. I, par. 1, nota 1) si possono solamente formulare delle ipotesi. La più probabile è che si sia inteso, almeno per il momento, privilegiare la soluzione della società veicolo, che poggia sulla ormai consolidata esperienza applicativa della l. n. 130/1999 e che presenta quindi minori margini di “incertezza giuridica” rispetto all'applicazione del “patrimonio separato” disciplinato dal codice civile, la cui diffusione nella pratica è tuttora assai modesta. Ciò per venire incontro alle esigenze di certezza sulla effettiva tenuta della separazione patrimoniale espresse dal mercato e dalle società di rating. Il regime legale della separazione patrimoniale e, più in generale, il trattamento privilegiato degli investitori rappresentano infatti profili essenziali che accomunano la metodologie di valutazione dei c.b. delle tre principali agenzie di rating (In argomento cfr. J. GOLIN, *Covered Bonds beyond Pfandbriefe. Innovations, Investment and Structured Alternatives*, Londra, 2006, 27 s.).

adottarsi previa delibera del CICR) viene in questa materia sostituito da una triade, più tipica del t.u.f., legge - regolamento ministeriale – Disposizioni di vigilanza.

Se si utilizzano i criteri di analisi già applicati nell'indagine intesa ad individuare i criteri che nel t.u.f. hanno presieduto al conferimento al Ministero dell'economia di poteri di normazione secondaria (10), si può dire che, nel caso di specie, siamo di fronte ad ipotesi in cui il potere normativo dell'amministrazione è suscettibile di incidere sull'autonomia negoziale o sui diritti soggettivi dei privati (è il già menzionato caso delle caratteristiche della garanzia) ovvero del conferimento direttamente al Ministero di poteri regolamentari di vigilanza (come nelle ipotesi del rapporto massimo tra obbligazioni garantite ed attività cedute, che ha però anche evidenti riflessi di tutela dei portatori dei titoli) mentre sembrano più sfumate (se non assenti) ipotesi relative alla disciplina di attività che toccano specifici interessi del Ministero stesso (un interesse indiretto potrebbe tuttavia rinvenirsi nella disciplina delle attività cedibili, che comprendono i crediti nei confronti delle amministrazioni pubbliche).

Va comunque osservato che alla fonte dotata di un maggior livello di rigidità, come il *Regolamento* (che dovendo essere adottato ex l. n. 400/1988 necessita di alcuni passaggi ineludibili, quali il parere del Consiglio di Stato ed il visto e la registrazione della Corte dei conti) siano state opportunamente attribuite le materie dotate di un maggior livello di stabilità mentre alle *Disposizioni di vigilanza* sia riservata la disciplina prudenziale vera e propria nei suoi aspetti più connessi ai profili dell'operatività bancaria. Da sottolineare la circostanza (alla quale si è già accennato) che a quest'ultima fonte sono stati attribuiti poteri generali (e quindi residuali) di emanare "*disposizioni di attuazione*" (cfr. art. 7-bis, comma 6) mentre la lista di materie affidate alla normazione secondaria del Ministro (che deve essere comunque emanata "*sentita la Banca d'Italia*" che sembra quindi chiamata ad assicurare la coerenza delle disposizioni di rango subprimario nel loro complesso) dovrebbe considerarsi tassativa.

Il possibile effetto complicazione derivante dal fatto che l'interprete deve desumere la disciplina complessiva dei c.b. dal concorso di più fonti, sembra in concreto attenuato, da un lato dalla circostanza che nelle Disposizioni di vigilanza, in coerenza con l'impostazione generale, sono riportate le disposizioni del regolamento cui si fa riferimento, al fine di fornire ai destinatari il quadro normativo completo; dall'altro, dall'utilizzo coerente, nel *Regolamento* e nelle *Disposizioni di vigilanza*, delle definizioni normative. Quanto a queste ultime, va comunque segnalata la peculiarità, derivante dalla circostanza che l'art. 7-bis è stato introdotto in un *corpus* normativo già esistente, consistente nel fatto che alcune categorie fondamentali della stessa norma primaria (quali quelli di "*patrimonio separato*" o "*società cessionaria*") trovano la loro definizione soltanto nel *Regolamento* e/o nelle *Disposizioni di vigilanza* (11).

Per ciò che attiene al rapporto fra norme contenute nel *Regolamento* e quelle dettate dalle *Disposizioni di vigilanza* si può osservare come - sebbene sia applicabile, in astratto, il combinato disposto degli artt. 3, comma 2 e 4, comma 2 preleggi secondo il quale i regolamenti emanati dalle "altre autorità" (quelle cioè che non fanno capo al

(10) Per una classificazione di tali criteri (che vengono qui ripresi) sia consentito il rinvio a GALANTI, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Padova, 1998, sub art. 3, 35.

(11) Per un elenco completo delle definizioni bisogna comunque far riferimento sia al *Regolamento* che alle *Disposizioni di vigilanza* dato che lista contenuta nei due testi normativi non è uguale ed onnicomprensiva anche se nelle *Disposizioni di vigilanza* si trova qualche definizione già contenuta nel *Regolamento*.

Governo) “non possono dettare norme contrarie a quelle dei regolamenti emanati dal Governo” – in questo caso sembra venire in considerazione il criterio della competenza, piuttosto che quello della gerarchia, dato che le materie attribuite al Regolamento ed alle Disposizioni di vigilanza sono ben definite e delimitate dalla legge (12). La disposizione di carattere generale potrebbe mantenere tuttavia una sua valenza a proposito del potere residuale di attuazione attribuito dalla legge alle Disposizioni di vigilanza.

Il quadro normativo non sarebbe completo se non si considerasse anche il livello comunitario che, incidendo su di una serie di vantaggi regolamentari riconosciuti all’investimento in c.b. (quali la ponderazione favorevole, l’ampliamento ai limiti di investimento degli OICR e la possibilità di essere utilizzati come garanzia per le operazioni di politica monetaria della BCE, c. d. “stanziabilità”), è destinato a giocare un ruolo importante. Va inoltre tenuto presente che nella misura in cui Regolamento e Disposizioni di vigilanza potrebbero recepire norme contenute in Direttive UE, si verifica il fenomeno per cui questa normativa secondaria assumerebbe, in alcuni punti, carattere addirittura superprimario (13).

Nella disciplina comunitaria vigente sino al 31.12.2006 (Direttiva 2000/12/CE) era riconosciuta, in via transitoria, alle Autorità di vigilanza la facoltà di attribuire un trattamento prudenziale più favorevole (attraverso l’applicazione di un coefficiente di ponderazione del 10% anziché del 20%, previsto in via generale per le esposizioni verso banche) alle obbligazioni emesse da banche e garantite da specifiche porzioni dell’attivo aventi le caratteristiche di cui all’art. 22, par. 4, della direttiva 85/611/CEE (relativa alla disciplina degli OICVM) (14). Tale disposizione contiene una generica definizione dei *covered bonds*, in quanto fa riferimento alle obbligazioni: “*emesse da istituti di credito che abbiano la sede statutaria in uno Stato membro e siano soggetti a controllo pubblico ai fini della tutela dei detentori delle obbligazioni. In particolare, le somme risultanti dall’emissione di tali obbligazioni devono essere investite, conformemente alla legge, in attività che per tutto il periodo di validità delle obbligazioni siano in grado di coprire i crediti connessi alle obbligazioni e che, in caso di insolvenza dell’emittente, verrebbero utilizzate a titolo prioritario per il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi maturati.*”.

A far tempo dal 1° gennaio 2007 è entrata in vigore la nuova direttiva con cui sono state introdotte nell’ordinamento comunitario le modifiche all’Accordo di Basilea sul capitale (cd. direttiva CRD) (15) la quale, invece, individua esplicitamente le esposizioni rappresentate da *covered bonds* come una specifica classe di attività ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali (16). La nuova formulazione normativa, non si limita a confermare

(12) Per il rapporto fra norme delle autorità indipendenti e regolamenti governativi, cfr. GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, in Banca d’Italia, *Quad. ric. giur.*, n. 41, Roma, 1996, 35 ss.

(13) Su questo fenomeno, cfr. GALANTI, *op. cit.*, 25 s.

(14) Art. 63, par. 2, Dir. 2000/12/CE.

(15) Dir. 2006/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006, relativa all’accesso all’attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione), pubblicata nella GUCE n. L 177 del 30 giugno 2006. Sulle principali innovazioni introdotte dalla direttiva si veda BOCCUZZI, *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari, 2006, 113 e ss.

(16) Cfr., ai fini del calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito, art. 79, lett. 1), Allegato VI, Cap. 12, par. 68-71, allegato VII, parte 2, par. 8, della direttiva 2006/48/CE; ai fini del calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di posizione specifico su titoli di debito, art. 19, comma 2, della direttiva 2006/49/CE.

il trattamento di favore in termini di ponderazione ridotta ma reca un'organica disciplina del trattamento prudenziale applicabile a tali strumenti e contiene un elenco tassativo delle attività che possono essere vincolate a garanzia degli stessi.

Quest'ultimo prevede le seguenti tipologie di attività:

- a) esposizioni verso (o garantite da) amministrazioni centrali, banche centrali, enti del settore pubblico, amministrazioni regionali e autorità locali nell'UE;
- b) esposizioni verso (o garantite da) amministrazioni centrali e banche centrali non UE, banche multilaterali di sviluppo, organizzazioni internazionali classificate nella classe di merito di credito 1;
- c) esposizioni verso enti creditizi classe di merito 1, nel limite del 15% dell'ammontare delle obbligazioni; in tale limite non si computano le disponibilità detenute su conti bancari per ragioni connesse alla trasmissione dei pagamenti in favore dei portatori dei bonds;
- d) prestiti garantiti da immobili residenziali, caratterizzati da un rapporto tra ammontare del prestito e valore dell'immobile a garanzia (*loan to value*) non superiore all'80%;
- e) prestiti garantiti da immobili non residenziali, con *loan to value* non superiore al 60%, elevabile al 70% dalle autorità nazionali a condizione che il rapporto tra c.b. emessi e attività a garanzia sia almeno pari al 110% e che siano soddisfatti determinati requisiti di certezza giuridica;
- f) prestiti garantiti da navi con *loan to value* non superiore al 60%.

3. Struttura delle operazioni. Requisiti delle banche emittenti. Ruolo e natura dello SPV.

Prima di analizzare la disciplina dei c.b. sembra opportuno esaminare lo schema tecnico di tali operazioni (per come esso emerge dalla normativa che si commenta) e raffrontarlo con quello delle normali cartolarizzazioni ex l. n. 130/1999.

Le usuali cartolarizzazioni sono basate su una cessione di crediti (effettuata anche da un soggetto non bancario) ad una società veicolo (*Special Purpose Vehicle, SPV*) la quale emette i titoli. Il controvalore dell'emissione dei titoli finanzia l'acquisto dei crediti ceduti i quali costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti (art. 3.2 l. n. 130/1999) mentre le somme corrisposte dai debitori ceduti sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei portatori dei titoli ed al pagamento dei costi dell'operazione (art. 1.1, lett. b, l. n. 130/1999).

Nelle emissioni di c.b. invece è la banca che emette i titoli che, contemporaneamente, eroga allo SPV un prestito subordinato con il quale quest'ultimo acquista i crediti (attivi di qualità primaria ovvero titoli di cartolarizzazione di crediti della medesima natura) oggetto della cessione i quali, anche in questo caso, costituiscono un patrimonio separato; a valere su tale patrimonio separato il veicolo stesso presta garanzia in favore dei portatori dei titoli. A questo schema di base se ne affiancano altri, più complessi, nei quali le funzioni di *originator* (cioè di soggetto dal quale provengono i crediti ceduti), di finanziatrice e di emittente i titoli non coincidono ma sono assunte da banche differenti

con una serie di combinazioni possibili (tre banche coinvolte, una per ogni funzione ovvero due banche coinvolte una delle quali cumula le funzioni di *originator* e finanziaria, di emittente e *originator*, oppure di emittente e finanziatrice).

La cessione di crediti a fronte dell'emissione di obbligazioni garantite di cui alla normativa speciale che si commenta è, dunque, un'operazione riservata alle banche. Ciò risulta chiaramente dal comma 1 dell'art. 7-*bis*, secondo il quale le disposizioni si applicano: “*alle operazioni aventi ad oggetto le cessioni ... effettuate da banche*”. Più oltre lo stesso comma specifica che la prestazione della garanzia da parte della società veicolo deve avvenire per “*le obbligazioni emesse dalle stesse banche o da altre*”.

Non solo quindi si tratta di uno strumento particolare riservato alle banche ma le *Disposizioni di vigilanza*, alle quali la legge affida fra l'altro il compito di disciplinare “*anche i requisiti delle banche emittenti*”, hanno stabilito che esso possa essere utilizzato solo dalle banche “*dotate di elevata patrimonializzazione in considerazione delle specifiche caratteristiche del mercato dei covered bonds e dell'esigenza di tutelare i creditori diversi dai portatori delle obbligazioni garantite, la cui garanzia patrimoniale è attenuata per effetto della cessione di attivi bancari di elevata qualità*” (17).

I requisiti che le banche emittenti (nonché quelle cedenti se diverse dalle prime) devono possedere sono in effetti particolarmente stringenti e tali da riservare, in pratica, l'utilizzo di questi titoli solo agli operatori di dimensioni maggiori. L'emissione di obbligazioni bancarie garantite è, infatti, consentita alle banche facenti parte di gruppi bancari aventi i seguenti requisiti (che devono quindi concorrere): *a*) un patrimonio di vigilanza consolidato non inferiore a 500 milioni di euro; *b*) un coefficiente patrimoniale complessivo a livello consolidato non inferiore al 9%. Qualora la banca non faccia parte di un gruppo tali requisiti devono essere riferiti al patrimonio di vigilanza ed al coefficiente patrimoniale complessivo a livello individuale (18).

Il patrimonio ed i requisiti a esso correlati confermano quindi il loro ruolo di strumento privilegiato della vigilanza prudenziale. Se a ciò si aggiunge che, ad ulteriore tutela dei portatori dei titoli e degli altri creditori della banca cedente, vengono stabiliti anche dei limiti prudenziali alla cessione degli attivi (sui quali ci si soffermerà in seguito), si arriva alla conclusione che l'emissione dei c.b. potrà essere effettuata da un numero non molto ampio di primari operatori bancari nazionali (19).

La fissazione di limiti relativi sia ai soggetti abilitati all'emissione dei c.b. che alle operazioni di emissione stesse non è, del resto, una specificità solo italiana. Regole di vario tipo caratterizzano, infatti, anche la disciplina di altri paesi nei quali l'emissione di tali strumenti finanziari è, di solito, effettuata da intermediari “specializzati”.

Si può in proposito ricordare come le *Obligations foncières* francesi vengano emesse pressoché esclusivamente dalle *Sociétés de credit foncière* e, in Irlanda, le banche che

(17) Così la premessa (Sez. 1, par. 1) delle *Disposizioni di vigilanza*. della Banca d'Italia, del 17.5.2007.

(18) Cfr. *Disposizioni di vigilanza*, Sez. II, par. 1.

(19) Prime stime di mercato effettuate dalla stampa specializzata (cfr. articolo di BUFACCHI, *Covered bonds, sfida tra big*, in *Il Sole Ore* del 22.5.2007, 45) individuano un gruppo di nove banche come possibili emittenti di c.b.

emettono *Asset covered securities* sono specializzate ed hanno una serie di vincoli sui paesi nei quali possono investire (20).

Va tuttavia notato come in alcuni di questi paesi la specializzazione sia di fatto più che di diritto ed anche in Italia - coerentemente con la riforma attuata con il t.u.b. del 1993, che ha introdotto il modello della banca universale recidendo il legame fra credito fondiario ed alle opere pubbliche e necessità di specializzazione formale (21) - i requisiti degli emittenti sono di tipo quantitativo (riferiti alla patrimonializzazione) e non di tipo qualitativo (non riguardano cioè la tipologia delle banche emittenti). Ciononostante, l'operare congiunto dei requisiti patrimoniali soggettivi e di quelli riferiti alle operazioni sembra riservare, di fatto, anche nel nostro paese, lo strumento dei c.b. alle seguenti tipologie di intermediari: a) banche appartenenti ai gruppi di maggiori dimensioni ed elevato *standing* creditizio; b) banche specializzate nel credito fondiario ed alle opere pubbliche (22).

Lo SPV, come nelle normali cartolarizzazioni, deve avere "oggetto esclusivo" che, nel caso di operazioni di emissione di c.b., deve consistere nell'acquisto degli attivi ceduti "mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia per le obbligazioni emesse" (art. 7-bis.1 della legge). Coerentemente, il Regolamento e le Disposizioni di vigilanza definiscono la «"società cessionaria", la società cessionaria di cui all'articolo 7-bis, comma 1, della legge 30 aprile 1999, n. 130, avente per oggetto esclusivo l'acquisto di crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzie per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre» (cfr., rispettivamente, art. 1, lett. d e Sez. I, par. 3, 8° trattino).

A proposito delle società veicolo operanti nell'ambito delle cartolarizzazioni, è stato opportunamente notato come l'esclusività dell'oggetto sociale costituisca: "la garanzia che il patrimonio dello SPV, ..., non sarà 'distratto' per altri fini, non solo nel senso 'penalistico' del termine, ma anche sotto l'aspetto aziendalistico della non necessità di dover remunerare altri elementi del passivo" (23) e come si sia di fronte ad un soggetto che deve: "assicurare un unico fine - la segregazione patrimoniale - al minor costo possibile" la cui funzione sia quella di fungere da: "schermo ... per individuare un centro di imputazione dei crediti che l'originator isola dall'insieme delle proprie attività" (24).

La struttura della società cessionaria, la quale nel caso dei c.b., almeno nella fase di prima applicazione, sarà prevalentemente appartenente al medesimo gruppo della banca *originator*, deve quindi essere estremamente semplice e "leggera" al fine di non gravare eccessivamente sulla redditività dell'operazione. Anche il bilancio di questi soggetti

(20) Prima della modifica legislativa del 2004 le *Pfandbriefe* tedesche potevano essere emesse solo dalle banche che operano nell'erogazione di mutui ipotecari o dalle banche specializzate nel finanziamento del settore pubblico; il principio di specializzazione caratterizza, inoltre, la legislazione della Danimarca, del Lussemburgo e della Finlandia (cfr. J. GOLIN, *Covered bonds beyond Pfandbriefe ... cit.*, 31).

(21) Cfr. Capo VI, sez. I, artt. 39-42.

(22) Nell'intervento del vice Direttore generale della Banca d'Italia, G. CAROSIO, al *Convegno ABI sui Covered Bond* tenutosi a Roma il 7.6.2007, dal titolo *Le nuove Disposizioni di Vigilanza per i Covered Bond Italiani* (disponibile in www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/07062007/Carosio), si stima che i requisiti patrimoniali richiesti dalle Disposizioni di vigilanza porterebbero ad individuare una platea di circa 30 gruppi bancari quali possibili emittenti di questo tipo di strumenti finanziari.

(23) Così GALLETTI, in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1061.

(24) In tal senso CIARAVOLO e SCIOTTI, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 249 e 252.

sarà molto snello con un attivo rappresentato dai crediti ceduti ed un passivo costituito essenzialmente dal prestito subordinato concesso dall'*originator* (o da altra banca) per il loro acquisto.

Di queste esigenze si è fatta carico la legge prescrivendo che agli *SPV* si applichino le disposizioni di cui al titolo V del t.u.b. (relative agli intermediari finanziari non bancari) ad eccezione, fra l'altro, dell'art. 106, comma 3 lett. c) secondo il quale questi ultimi soggetti devono avere un: "*capitale sociale versato non inferiore a cinque volte il capitale minimo previsto per la costituzione delle società per azioni*" (cfr. art. 3.3 l. 130/1999, richiamato dal nuovo art. 7-bis.1), requisito che quindi non si applica alle società cessionarie (25).

In quest'ottica si pone anche l'art. 5 del Regolamento che esonera gli *SPV* cessionari di crediti a garanzia di c.b. dall'applicazione delle disposizioni del decreto del Ministro del tesoro 2 aprile 1999, in materia di determinazione dei requisiti patrimoniali degli intermediari che svolgono attività di rilascio di garanzie ai quali tali soggetti potrebbero essere in astratto ricondotti. Per gli *SPV* il capitale minimo deve quindi essere semplicemente quello previsto per le normali s.p.a. dall'art. 2327 cod. civ.

La formulazione del Regolamento non chiarisce tuttavia se il veicolo sia tenuto all'iscrizione nell'elenco speciale di cui all'art. 107 t.u.b. – come avviene per le ordinarie società di cartolarizzazione - cui consegue l'assoggettamento alla vigilanza della Banca d'Italia. Va al riguardo rammentato che, secondo l'art. 107 t.u.b., il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia e la CONSOB, determina criteri oggettivi, riferibili all'attività svolta o alle dimensioni del soggetto, in base ai quali sono individuati gli intermediari finanziari che si devono iscrivere nell'elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia. Tali criteri sono attualmente stabiliti dal D.M. 13 maggio 1996 (modificato con D.M. 4 aprile 2001) ed includono, tra gli intermediari obbligatoriamente iscritti in ragione dell'attività svolta, le "società veicolo" di cartolarizzazione dei crediti ex l. 130/99. In mancanza di un'integrazione specifica di tale D.M., che nomina specificamente le società veicolo che partecipano all'emissione dei c.b. (26), potrebbe essere dubbia la riconducibilità di queste ultime al novero delle normali società per la cartolarizzazione che il cennato D.M. definisce in modo assai puntuale con il rinvio alle disposizioni specifiche della l. n. 130/1999 che le prevedono (27).

(25) Per notizie su numero e tipologia di società veicolo iscritte nell'elenco di cui all'art. 107 t.u.b., cfr. CIARAVOLO e SCIOTTI, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 258 s.

(26) La questione relativa al regime di vigilanza applicabile alla società veicolo è affrontata anche dal Consiglio di Stato nel parere emesso sul regolamento (Sezione Consultiva per gli Atti Normativi, Adunanza del 23 ottobre 2006, n. 3156/2006, edito in *Appendice*), il quale rileva che restano "*impregiudicate, come rileva l'Amministrazione, le questioni in ordine agli obblighi di iscrizione delle società veicolo, che potranno essere oggetto di ulteriori chiarimenti in via amministrativa*". Secondo l'intervento di F. PINGUE al *Convegno ABI sui Covered Bond* tenutosi a Roma il 7.6.2007, lo *SPV* è un intermediario finanziario ex art. 107 t.u.b., con capitale ridotto.

(27) Sono infatti tali ai sensi dell'art. 1.1., lett. f) del D.M. 13.5.1996, "*1) le società cessionarie di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, previste dall'art. 3 della legge; 2) le società emittenti titoli indicate dall'art. 3 della legge*". Si può quindi notare come da un lato il dato testuale porterebbe ad escludere i veicoli che partecipano alle operazioni di c.b. dall'iscrizione all'elenco di cui all'art. 107 t.u.b. (in quanto essi non sono "*società ... previste dall'art. 3 della legge*"), dall'altro è pur vero che, nella sostanza, la definizione di: "*le società cessionarie di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti*" sembrerebbe attagliarsi anche ad essi.

Dal punto di vista delle effettive esigenze di vigilanza prudenziale, va poi notato che le stesse sembrano differire a seconda dell'operatività in concreto svolta dal veicolo.

Le società veicolo coinvolte in emissioni di *covered bonds* possono, infatti, assumere di volta in volta, per effetto di scelte contrattuali, funzioni molto diverse. In talune ipotesi, il "veicolo" potrebbe essere configurato come una mera articolazione del gruppo creditizio, strumentale alla realizzazione di un'operazione di raccolta tipicamente bancaria. In altre, invece, tale intermediario potrebbe essere attivamente coinvolto in operazioni finanziarie complesse e non esenti da rischi: ad esempio, potrebbe essere chiamato a compiti di controllo e di separazione contabile degli attivi ceduti in garanzia; a stipulare direttamente o a fare da controparte di contratti derivati; ad assumere obbligazioni dirette di pagamento verso i portatori dei *covered bonds* durante il corso normale dei titoli.

Il ruolo del "veicolo" diviene di sicuro rilievo qualora venga effettivamente attivata la garanzia a seguito della liquidazione coatta amministrativa della banca emittente (28). L'attenzione alla tutela dei diritti dei portatori dei titoli in tale fase sembra essere alla base dell'indicazione contenuta nell'ultima frase del dell'art. 4.3 del Regolamento, secondo la quale: *"nei limiti dei poteri attribuiti dal decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, la Banca d'Italia vigila sulla corretta applicazione di quanto previsto dal presente comma"*.

Tale indicazione non fornisce peraltro elementi decisivi per la soluzione del problema dell'iscrizione o meno nell'elenco speciale di cui all'art. 107 t.u.b. Da un lato, infatti, il testo del Regolamento si limita a fare riferimento ai poteri attribuiti alla Banca d'Italia dal t.u.b; né avrebbe potuto disporre diversamente, trattandosi di una fonte subordinata alla legge, la quale non potrebbe prevedere un'attribuzione di competenze supplementari alle Autorità di vigilanza (29). Dall'altro, dal momento che la norma si inserisce nell'ambito della disciplina applicabile alla garanzia in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente, per la concreta individuazione dei poteri cui si la stessa riferisce, l'interprete sembra piuttosto doversi orientare verso la disciplina delle crisi delle banche, nel cui ambito sono previsti significativi poteri di controllo e direzione della Banca d'Italia nei confronti degli organi della procedura concorsuale.

Va comunque rilevato come, in concreto, l'esigenza di prevedere l'assoggettamento a vigilanza prudenziale del veicolo assume rilievo soprattutto nell'ipotesi – teoricamente ammessa dalla legge ma nella pratica presumibilmente rara – di veicoli non appartenenti a gruppi bancari ovvero a gruppi bancari diversi da quello della banca emittente.

Qualora il veicolo appartenga a un gruppo bancario, infatti, esso è assoggettato alla vigilanza della Banca d'Italia su base consolidata, indipendentemente dalla propria iscrizione nell'elenco speciale di cui all'art. 107 t.u.b., sia sotto il profilo regolamentare che dei controlli, cartolari e ispettivi (art. 65 e ss. del t.u.b).

(28) In tale caso, in base all'art. 4.3 del Regolamento, il "veicolo" è tenuto a: effettuare i pagamenti relativi alle obbligazioni (per capitale e interessi), secondo l'originario piano di ammortamento; subentrare nei diritti degli obbligazionisti nei confronti della liquidazione; utilizzare le risorse rivenienti dai riparti della procedura per i predetti pagamenti in favore dei portatori di *covered bonds*; estinguere il prestito subordinato nei confronti della banca che ha finanziato l'acquisto delle attività costituite in garanzia.

(29) Il cenato parere del Consiglio di Stato afferma che *"la nuova formulazione del comma 3 dell'articolo 4 dello schema prevede il carattere non innovativo della disposizione, attraverso il richiamo dei limiti recati dal Testo Unico Bancario sui poteri della Banca d'Italia"*.

Il fatto che nell'art. 3.2, primo periodo, della legge (richiamato dall'art. 7-bis), in materia di separazione patrimoniale, sia contenuto il riferimento “*alle altre operazioni*” sembrerebbe deporre a favore della possibilità che anche per i c.b. sia consentito, come per i titoli da cartolarizzazione, ricorrere ad uno SPV c.d. “multicomparto”, vale a dire un'unica società cessionaria per più operazioni, ciascuna delle quali costituisce patrimonio separato non solo rispetto a quello dello stesso SPV ma anche a quello delle altre operazioni. Va in d'altronde notato come la possibilità di fare ricorso a tale strumento, che sembrerebbe consentita dalla legge, non sia in alcun modo menzionata dalle *Disposizioni di vigilanza* che avendo, come si è visto, un potere residuale di attuazione della norma primaria avrebbero potuto, se non escluderla, quanto meno circondarla di una qualche cautela. Va infatti osservato come lo SPV multicomparto, a fronte di evidenti benefici in termini di economicità - dato che consente di spalmare su più emissioni i costi del veicolo (30) a tutto vantaggio della redditività delle operazioni - possa presentare problemi di separazione interna (quella, appunto, fra i patrimoni delle singole operazioni) con le conseguenti implicazioni organizzative (nonché di minor semplicità e trasparenza) che possono avere a loro volta degli evidenti riflessi in termini di costi. Ed è probabilmente questo il motivo per cui la prassi delle cartolarizzazioni non sembra aver fatto ricorso allo SPV multicomparto (31).

4. Gli attivi cedibili.

La Legge si limita a individuare tre grandi categorie di attività cedibili: a) i “*crediti fondiari ed ipotecari*”; b) quelli “*nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime anche individuabili in blocco*”; c) i “*titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura*” (quindi soltanto i titoli di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti di cui alle lettere a e b, cfr. art. 7-bis, comma 1). Per il resto la norma primaria delega al Regolamento non solo l'ulteriore specificazione all'interno delle menzionate categorie della tipologia di attività cedibili ma anche la fissazione del: “*rapporto massimo fra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedibili*” (cfr. art. 7-bis, comma 5).

Quindi, i portatori dei c.b. sono garantiti non solo dal fatto che gli attivi ceduti e segregati per il loro prioritario soddisfacimento siano di qualità primaria (perché garantiti da ipoteca ovvero vantati nei confronti di soggetti pubblici o fruitori della garanzia di questi ultimi) ma anche dalla circostanza che il valore delle obbligazioni non può mai superare quello degli attivi ceduti.

Passando ad esaminare innanzitutto le tipologie di attività cedibili, si può osservare come la Legge demandi al Regolamento la mera specificazione tecnica delle tre fondamentali categorie di attività dianzi elencate, già sufficientemente definite e non abbia sentito quindi il bisogno di dettare al legislatore secondario principi o criteri direttivi di sorta.

(30) Va tenuto presente che sebbene lo SPV abbia una struttura assai “leggera” esistono pur sempre dei costi minimi di costituzione della società e di amministrazione.

(31) Secondo CIARAVOLO e SCIOTTI, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 258 (che fanno riferimento a dati di fine 2003) la forte crescita di SPV iscritti all'albo di cui all'art. 107 t.u.b. (107 a quella data) “è derivata oltre che dallo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni dalla prassi di utilizzare un diverso veicolo per la realizzazione di ogni singola operazione.”.

Il Regolamento, a sua volta, assolve il suo compito operando su due livelli: da un lato quello delle definizioni (32) e, dall'altro, quello dell'ulteriore selezione, nell'ambito della categoria di attività risultante dalle definizioni (o dalla nozione comunemente accolta della categoria medesima), soltanto di alcune tipologie aventi determinati requisiti e caratteristiche.

Quanto alla prima categoria di attività cedibili (i “*crediti fondiari ed ipotecari*”), si può innanzitutto notare come si sia di fronte ad un certo disallineamento fra le definizioni del t.u.b. che (all'art. 38) contiene la nozione di “*credito fondiario*” (inteso come quello avente ad “*oggetto la concessione, ..., di finanziamenti a medio e lungo termine garantiti da ipoteca di primo grado su immobili*”), l'art. 7-bis, comma 1 della Legge (che parla indifferentemente di “*crediti fondiari e ipotecari*”) e le lett. *b*) e *c*) dell'art. 1, del Regolamento che recano le definizioni dei “*crediti ipotecari*” (senza ulteriori qualificazioni), rispettivamente residenziali e commerciali. Al di là di un certo disorientamento dell'interprete, non sembra tuttavia che queste lievi differenze possano ingenerare dubbi di un qualche rilievo atteso che è chiaro che sia la Legge che il Regolamento non hanno inteso individuare una categoria di credito fondiario differente da quella accolta dal t.u.b. procedendo soltanto un'endiadi ovvero concentrandosi su di un aspetto, quello della garanzia ipotecaria, ritenuto, evidentemente, particolarmente importante ai fini della disciplina dei c.b. e che nel t.u.b. stesso caratterizza la “nuova” nozione di credito fondiario (33).

Le lett. *b*) e *c*) dell'art. 1 del Regolamento definiscono rispettivamente i “*crediti ipotecari*” “*residenziali*” e “*commerciali*” come quelli “*garantiti da ipoteca su immobili destinati ad attività commerciale*” “*a condizione che l'immobile costituito in garanzia sia situato in uno Stato ammesso*”.

Anche qui, sembra che quello che rilevi non possa che essere il classamento catastale formale, senza alcuna possibilità di dare rilievo all'utilizzo effettivo. Quest'ultimo è, infatti, difficile (se non impossibile) da accertare *ex ante*, all'atto dell'erogazione del mutuo fondiario, mentre un'ipotetica verifica *ex post*, effettuata ad esempio su ciascuno dei crediti fondiari da ricomprendere nel portafoglio oggetto di cessione, sarebbe estremamente antieconomica nonché aleatoria. Il participio passato “destinati” sembra pertanto debba essere inteso come riferito alla destinazione catastale (che trova per l'appunto riscontro nell'attribuzione di una determinata categoria) piuttosto che a quella effettiva.

L'immobile sul quale è accesa l'ipoteca deve, inoltre, essere ubicato in uno “Stato ammesso”, intendendosi per tale quello appartenente “*allo Spazio Economico Europeo e la Confederazione Elvetica*” (art. 1, lett. *e* Regolamento) (34).

(32) Cfr., ad es., l'art. 1, lett. *b*) e *c*), contenente le definizioni dei crediti ipotecari residenziali e commerciali.

(33) Sull'unificazione da parte dell'art. 38 t.u.b. delle nozioni di credito fondiario e credito edilizio contenute negli artt. 4 e 9 della l. 6 giugno 1991, n. 175, cfr. RISPOLI FARINA, *Il credito fondiario tra innovazioni legislative e disciplina amministrativa*, in *Riv. dir. impr.*, 1999, 213 e M. SEPE, in CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001, 289. Sulla l. n. 175/1991, ora abrogata dal t.u.b., cfr. TARDIVO, *Prime riflessioni in margine alla revisione della normativa in materia di credito fondiario, edilizio e alle opere pubbliche*, in *Banca borsa*, 1991, I, 802.

(34) Lo Spazio economico europeo è definito nell'Accordo concluso il 2 maggio 1992 fra la Comunità europea e i suoi Stati membri da una parte e gli Stati membri dell'Associazione europea di libero scambio dall'altra, come modificato dal Protocollo che adegua l'accordo del 17 marzo 1993.

Per i crediti ipotecari residenziali: “*l’importo dei crediti in essere sommato al capitale residuo di eventuali precedenti finanziamenti ipotecari gravanti sugli stessi immobili*” non deve eccedere l’80% del valore dell’immobile che è poi lo stesso limite previsto dalla normativa secondaria di attuazione dell’art. 38.2 t.u.b.(35). È quindi possibile cedere anche crediti assistiti da ipoteca non di primo grado purché il valore complessivo dell’immobile non ecceda della percentuale indicata l’importo del credito erogato sommato a quelli di altri crediti garantiti da ipoteca di grado anteriore. Per i crediti ipotecari commerciali, considerati più rischiosi in ragione della maggior probabilità di *default* del mutuatario, l’importo dei crediti non deve invece eccedere il 60% del valore degli immobili.

A proposito di questo limite (c.d. *loan to value*) si è posto a livello interpretativo il problema di chiarire se esso debba essere rispettato per ciascun mutuo ipotecario ceduto ovvero semplicemente dal portafoglio dei crediti ipotecari ceduti nel loro complesso. In quest’ultimo caso alcuni mutui potrebbero superare il valore dell’immobile dato in garanzia purché i limiti dell’80% e del 60% vengano rispettati dall’insieme dei crediti ceduti. Bisognerebbe quindi procedere ad una media fra valore del coacervo dei mutui ipotecari erogati e ceduti e quello del complesso degli immobili dati in garanzia e poi calcolare i relativi rapporti. La prima soluzione, ancorché meno flessibile dal punto di vista operativo, risulta tuttavia preferibile dal punto di vista prudenziale, in quanto meno rischiosa, dato che richiedere il rispetto dei menzionati limiti per ogni singolo mutuo ed immobile ipotecato a garanzia annullerebbe quasi il rischio di disallineamenti fra i valori dei mutui e quello degli immobili nel loro complesso riducendo anche la probabilità di dover ricorrere ad integrazioni per ripristinare il rapporto complessivo.

La Commissione UE, rispondendo ad uno specifico quesito in proposito, ha manifestato un orientamento favorevole alla seconda interpretazione (36). La risposta è stata fornita con l’ausilio di un gruppo appositamente costituito presso la Commissione (*Capital Requirements Directives Transposition Group - CRDTG*) con il compito di fornire indicazioni interpretative sull’attuazione delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, al quale partecipano rappresentanti degli Stati membri designati rispettivamente dai Ministeri dell’economia e delle finanze e delle Autorità di vigilanza, nonché il CEBS, comitato cd di “terzo livello” della procedura *Lamfalussy* che riunisce le medesime Autorità di vigilanza (37).

Il comma 2 dell’art. 2 del Regolamento prevede che per i crediti ipotecari oggetto di cessione: “*devono essere decorsi i termini per la revocatoria della costituzione dell’ipoteca, ai sensi dell’articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 e delle analoghe disposizioni contenute nelle leggi di altri Stati ammessi*”. Per i crediti ipotecari

(35) Cfr. Delibera CICR 22 aprile 1995 e *Istr. Vig.*, Tit. V, cap. I, sez. II, secondo le quali tale limite “*può essere elevato fino al 100 per cento in presenza di garanzie integrative offerte dal cliente*”.

(36) Cfr. Commissione UE, risposta al quesito n. 62 disponibile sul sito internet della Commissione: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/transposition_en.htm.

(37) Pur non avendo la Commissione il potere formale di dare interpretazioni ufficiali della direttiva – che compete unicamente alla Corte di giustizia U.E. – le risposte in questione presentano un elevato grado di autorevolezza, tenuto conto che sono state discusse dai principali attori del processo legislativo che ha dato origine alle direttive (Commissione che ha formulato la proposta e rappresentanti dei Ministri, che riuniti nel Consiglio UE, hanno approvato la direttiva insieme al Parlamento). In considerazione del rilievo pubblico che la Commissione ha voluto dare alle risposte si può presumere che in un eventuale contenzioso innanzi alla Corte di giustizia circa l’interpretazione di una norma la Commissione fonderebbe la propria difesa sulla risposta pubblicata nell’ambito della procedura che si è descritta.

disciplinati dalla legge italiana l'ipoteca si consoliderà ora nei termini più brevi (di un anno o sei mesi a seconda delle fattispecie) previsti dal nuovo testo dell'art. 67 l.f. così come modificato dal d.l. 14.3.2005 n. 35, convertito in l. 14.5.2005 n. 80. Resta ferma l'applicazione del termine ulteriormente abbreviato di sei e tre mesi (in luogo dei due o un anno originariamente previsti dall'art. 67 vecchio testo l.f.) alla revocatoria delle operazioni di emissione dei c.b. nel loro complesso ai sensi dell'art. 4.3 della Legge, richiamato dall'art. 7-*bis*, comma 1.

Per quanto riguarda la seconda ampia categoria di attivi cedibili a fronte dell'emissione di c.b., quelli che hanno come controparte un'amministrazione pubblica, va innanzitutto notato come essi possano essere costituiti anche da titoli emessi o garantiti dall'organismo pubblico (oltre che da finanziamenti veri e propri erogati nei confronti del medesimo o dallo stesso garantiti), dando quindi luogo, in questo caso, ad un'operazione analoga a quella che avviene quando gli attivi ceduti sono costituiti da titoli di cartolarizzazione.

L'art. 2, comma 1, lett. c) del Regolamento opera una distinzione a seconda che si tratti di crediti erogati nei confronti di (o garantiti da, ovvero di titoli emessi o garantiti da) amministrazioni pubbliche di Stati ammessi (che sono cedibili senza limitazioni) ovvero nei confronti Stati diversi da quelli ammessi che possono essere ceduti: *“nei limiti del 10 per cento del valore nominale delle attività presenti nel patrimonio separato”*.

Per quanto riguarda la natura dei soggetti pubblici destinatari (o garanti) dei crediti (ovvero emittenti o garanti dei titoli), il Regolamento detta una nozione assai ampia ed atecnica di amministrazione pubblica comprendente: *“i Ministeri, gli enti pubblici territoriali, gli enti e gli altri organismi pubblici, nazionali o locali”* (38) tale da abbracciare, in teoria, anche organismi analoghi agli enti pubblici imprenditoriali eventualmente esistenti in paesi che conoscono figure simili che, nel nostro ordinamento, sono ormai recessive, a seguito della privatizzazione della loro forma giuridica (con conseguente trasformazione in s.p.a.). Va tuttavia tenuto presente che, nel sistema del Regolamento, ciò che assume valore discriminante è il rinvio al coefficiente di ponderazione previsto dalla normativa prudenziale-metodologia standardizzata (39), che non deve essere in ogni caso superiore al 20%. La disciplina prudenziale in questione consente l'applicazione del predetto coefficiente di ponderazione a *“governi centrali”* e *“banche centrali”*, *“amministrazioni regionali”* e *“autorità locali”* nonché ad *“enti del settore pubblico”*, esplicitamente escludendo dall'applicazione del trattamento preferenziale gli organismi pubblici di tipo imprenditoriale, connotati da un maggior grado di rischiosità (40).

La terza categoria di attivi che possono essere ceduti a fronte dell'emissione dei c.b. è costituita dai titoli di cartolarizzazione che abbiano i seguenti requisiti: a) i crediti oggetto di cartolarizzazione devono appartenere in misura non inferiore al 95% alle due categorie sopra menzionate (crediti ipotecari e nei confronti delle pubbliche amministra-

(38) Cfr., ad es., l'art. 2, comma 1, lett. c), 1° trattino riguardante le amministrazioni pubbliche degli Stati ammessi.

(39) Il Regolamento fa rinvio alla normativa di vigilanza per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito emanata dalla Banca d'Italia in attuazione della direttiva n. 2006/48/CE (cfr. art. 1, lett. g) del Regolamento; in particolare, si richiamano le disposizioni relative alla metodologia standardizzata contenute nel Titolo II, capitolo 1, parte prima delle *“Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche”*, del 27 dicembre 2006.

(40) Cfr., *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, cit., Titolo II, capitolo 1.

zioni); b) siano soggetti ad una ponderazione del rischio non superiore al 20% ai sensi della disciplina prudenziale – metodo standardizzato.

Il Regolamento non contiene alcun riferimento ai crediti bancari nei confronti di imprese facenti parte dei distretti industriali, ai quali l'articolo unico, comma 368, lettera c), n. 3 della legge finanziaria 2006 sembra avere esteso le disposizioni in discorso (41).

L'inserimento di tale tipologia di crediti tra gli attivi avrebbe tuttavia comportato problemi di compatibilità con la disciplina comunitaria che non li ammette tra gli *eligible collateral*, impedendo l'applicazione del trattamento prudenziale più favorevole ai relativi c.b., che, avrebbero dovuto essere trattati alla stregua di ordinarie obbligazioni bancarie (42).

5. Il rapporto massimo con le obbligazioni garantite e l'integrazione.

Come si è accennato, l'art. 3 del Regolamento, in ottemperanza all'art. 7-bis, comma 5 della Legge, stabilisce: “*il rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute*”.

Prima di analizzare la disciplina di tale rapporto è opportuno soffermarsi un attimo sul suo scopo e sulle funzioni che esso assolve. Va innanzitutto notato come si sia di fronte ad una garanzia ulteriore rispetto alla segregazione patrimoniale, destinata a riempire quest'ultima di contenuto economico. Grazie alla prescrizione del rapporto massimo in esame, infatti, il portatore dei titoli ha, in ogni momento (sia all'atto dell'emissione che durante tutta la vita del prestito), la garanzia che il valore dei c.b. in suo possesso non può mai essere inferiore a quello delle attività che, essendo state cedute, sono entrate a far parte del patrimonio separato del veicolo destinato alla soddisfazione prioritaria dei propri diritti (43).

Questa garanzia di adeguatezza permanente e di “copertura” del patrimonio separato contraddistingue i c.b. rispetto ai semplici titoli di cartolarizzazione per i quali la legge non prevede obbligatoriamente un meccanismo idoneo a garantire che il valore dei titoli emessi non sia inferiore a quello delle attività cedute facenti parte del patrimonio sepa-

(41) Il comma 368 dell'articolo unico della legge 23.12.2005, n. 266 *Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2006)* così dispone: “368. Ai distretti produttivi si applicano le seguenti disposizioni: c) finanziarie: ... 3) le disposizioni di cui all'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, si applicano anche ai crediti delle banche nei confronti delle imprese facenti parte dei distretti, alle condizioni stabilite con il regolamento di cui al numero 1)”. Il numero 1, a sua volta, dispone: “1) al fine di favorire il finanziamento dei distretti e delle relative imprese, con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, sentiti il Ministro delle attività produttive e la CONSOB, sono individuate le semplificazioni, con le relative condizioni, alle disposizioni della legge 30 aprile 1999, n. 130, applicabili alle operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti concessi da una pluralità di banche o intermediari finanziari alle imprese facenti parte del distretto e ceduti ad un'unica società cessionaria”.

(42) La possibile inclusione dei crediti verso le imprese dei distretti industriali fra gli attivi cedibili ha formato oggetto di una delle richieste di chiarimento del Consiglio di Stato (nel menzionato parere interlocutorio del 25.7.2006) il quale nel parere conclusivo del 23.10.2006 (anch'esso edito in Appendice) ha rilevato che: le “obbligazioni di distretto ... costituiscono una nuova categoria non compresa nella tipologia di obbligazioni tassativamente previste dalla normativa comunitaria per l'applicazione di coefficienti prudenziali ridotti”, condividendo la posizione dell'Amministrazione “circa la non suscettibilità di regolamentazione dei titoli della specie nell'ambito del provvedimento in esame”.

(43) Si tratta della cd. *over-collateralisation*, che in numerosi ordinamenti è prevista per legge (cfr. J. GOLIN, *op. cit.*, 19).

rato. La struttura delle operazioni di cartolarizzazione può prevedere, in taluni casi, in capo al cedente o ad altro soggetto, obblighi di sostegno della qualità creditizia dell'operazione al verificarsi di un peggioramento della qualità degli attivi ceduti: può trattarsi di obblighi di reintegro del portafoglio ceduto al fine di ripristinare il livello di merito di credito previsto contrattualmente con attivi di qualità o di obblighi di riacquisto del portafoglio stesso. Si tratta di modalità, attraverso le quali il cedente o il terzo prestano nella sostanza una garanzia a favore degli investitori al fine di ottenere un innalzamento del rating dei titoli di cartolarizzazione (c.d. *Credit enhancement*), previste e regolate contrattualmente, ma non imposte dalla legge 130/1999. L'unica (più debole) forma di tutela del portatore dei titoli di cartolarizzazione concernente gli attivi ceduti consiste nell'obbligo di *rating* previsto dall'art. 2, comma 4 della Legge qualora i titoli siano offerti a investitori non professionali (44).

La dottrina che ha analizzato il ruolo del *rating* dei titoli di cartolarizzazione, lo ha definito come: “*un giudizio sintetico sul rischio di credito in essi incorporato, ossia sulla probabilità che i pagamenti ai sottoscrittori, in linea interessi e capitale, vengano effettuati per intero alle scadenze previste dal regolamento dell'operazione*” (45) e ha posto in luce come, in questo caso, oggetto del giudizio di *rating* non sia tanto la solvibilità dell'emittente quanto: “*la stima circa la redditività di un agglomerato di assets artificialmente 'compattati' nel patrimonio di un soggetto che pretende di non assumere alcun rischio ulteriore*” (46). È quindi chiaro che, pur dovendo il giudizio di *rating* aver riguardo all'idoneità degli attivi ceduti a costituire una valida garanzia per i portatori dei titoli, esso non deve verificare con la precisione ed il rigore richiesti invece per i c.b. che il valore degli *assets* ceduti non sia mai inferiore a quello dei titoli emessi a fronte della cessione stessa. L'eventuale diminuzione del valore delle attività cartolarizzate (ad es., per il manifestarsi di perdite su crediti superiori a quelle ipotizzate al momento dell'effettuazione dell'operazione) è destinato piuttosto a riflettersi in un peggioramento del *rating*, senza ripercuotersi necessariamente sulla prosecuzione dell'operazione di cartolarizzazione e tanto meno comportare in capo al cedente obblighi di reintegro del portafoglio di attività cartolarizzate ulteriori rispetto a quelli eventualmente previsti contrattualmente.

Secondo l'art. 3 del Regolamento, quindi, il rispetto del rapporto massimo fra il valore dei c.b. e quello delle attività cedute deve essere assicurato: “*in via continuativa, per l'intera durata dell'operazione*” dalla banca cedente ovvero, se diversa, dalla banca emittente.

La norma è assai rigorosa perché prevede che il controllo del rapporto massimo vada effettuato in ordine a tre differenti parametri e che, quindi, debba essere sempre rispettato con riferimento a ciascuno di essi.

Il primo parametro riguarda: “*il valore nominale complessivo delle attività incluse nel patrimonio separato*” che deve essere almeno pari: “*al valore nominale delle obbligazioni bancarie garantite in essere*”. Si tratta del criterio più grossolano che, evidentemente, assume valore più che altro al momento dell'emissione e che fornisce alla banca *originator* la misura della possibile dimensione dell'emissione che potrà quindi avere come valore massimo quello nominale del *pool* di crediti dei quali effettuare la cessione. Anche tale

(44) Per una disamina delle principali differenze tra la struttura dei c.b. e quella dei normali titoli ABS si veda J. GOLIN, *op. cit.*, 20.

(45) Cfr. DI BAIA, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 219.

(46) Così GALLETTI, in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1034.

rapporto - che appare quello meno stringente e di più immediata determinazione, dato che viene calcolato su valori nominali e lordi - deve tuttavia essere garantito nel continuo. Quindi, qualora in un qualsiasi momento risultasse squilibrato, nel senso che il valore dei titoli eccedesse quello degli attivi ceduti, questi ultimi andrebbero reintegrati.

Il testo del Regolamento non chiarisce in capo a quale soggetto incomba l'obbligo di reintegro nelle ipotesi (che dovrebbero in realtà essere presumibilmente piuttosto rare) in cui la banca cedente e quella emittente non coincidano. Tenuto conto della struttura dell'operazione e, in particolare, della finalità sottostante alla cessione degli attivi (vincolo a garanzia di obbligazioni emesse dalla banca emittente), sembra ragionevole potersi affermare che l'obbligo di reintegro debba essere assolto in ogni caso dalla banca emittente, cui incombe altresì quello di assicurare il rispetto del rapporto (nel senso di provvedere al controllo periodico dei valori) (47). Appare infatti difficile sostenere che anche (o solamente) la banca cedente (ove diversa dall'emittente e non appartenente al medesimo gruppo) sia tenuta ad effettuare il reintegro: nulla impedisce infatti che quest'ultima sia del tutto estranea alla realizzazione dell'operazione e che quindi si configuri come una qualsiasi controparte di mercato, la quale, per propria convenienza economica, cede a terzi determinate attività. In assenza di specifici vincoli contrattuali, non si vede come sia possibile configurare in capo a quest'ultima obblighi di reintegro del portafoglio a garanzia di obbligazioni emesse da una banca terza. Sarà quest'ultima, qualora si profili la possibilità di un mancato rispetto dei rapporti previsti dal regolamento, a doversi attivare per reperire attivi idonei aggiuntivi, eventualmente ricercandoli sul mercato.

Il secondo parametro in base al quale va calcolato il rapporto massimo è costituito dal: “*valore attuale netto delle attività incluse nel patrimonio separato*” che deve risultare: “*almeno pari al valore attuale netto delle obbligazioni bancarie garantite in essere*”. La norma ha cura di chiarire che per valore netto delle attività cedute deve intendersi quello depurato: “*di tutti i costi dell'operazione gravanti sulla società cessionaria, inclusi i costi attesi e gli oneri degli eventuali contratti derivati di copertura del rischio stipulati in relazione all'operazione*” (art. 3.2 Regolamento).

La formulazione della disposizione (che, da un lato, fa riferimento alle “*attività incluse nel patrimonio separato*” e, dall'altro, alle “*obbligazioni bancarie garantite in essere*”) rende evidente che questo più rigoroso parametro deve essere rispettato durante la vita del prestito. Una volta effettuata l'emissione e ceduti gli attivi non ha infatti più senso confrontare i valori nominali, ma il rapporto deve essere calcolato in base a quelli netti ed attuali. La stima dei primi non dovrebbe presentare particolari problemi dato che il costo complessivo dell'operazione (comprendente tutti gli oneri, inclusi i costi di struttura dello SPV) può essere inizialmente stimato in base ad un *budget* previsionale costantemente aggiornato con i consuntivi di spesa. Più complessa potrebbe essere la valutazione del valore attuale sia degli attivi ceduti che dei c.b. in circolazione. Quanto ai primi, la nozione di valore attuale impone infatti non solo di tener conto dello *stock* degli attivi in essere ma anche di valutare la probabilità di recupero. Trattandosi tuttavia di *assets* di qualità primaria (in alcuni casi garantiti da un'ipoteca su beni il cui valore deve comunque coprire i mutui erogati), tranne casi particolari, si dovrebbe poter fare comunque riferimento al valore nominale dei crediti. Quanto alle obbligazioni garantite in circolazione, il riferimento al valore attuale potrebbe far pensare che si debba tener conto non del solo valore nominale ma anche di quello effettivo e, quindi, dell'eventuale

(47) Sembra possibile argomentare in tal senso sulla base della Sez. II, par. 3 delle *Disposizioni di vigilanza*, secondo cui: “*L'integrazione delle attività cedute, successivamente alla cessione iniziale, avviene mediante la cessione di ulteriori attivi idonei o mediante attivi idonei integrativi.*”.

quotazione, sulla quale potrebbero influire anche i cambiamenti nella curva dei tassi di interesse. Data la finalità di garanzia della rimborsabilità che assume il rapporto massimo, sembra che possa tuttavia prescindere dalle oscillazioni di prezzo dei titoli atteso che il rimborso avviene esclusivamente con riferimento al valore nominale.

Il terzo dei parametri considerati dalla norma per il calcolo del rapporto massimo fa riferimento ai flussi finanziari dell'operazione. È infatti richiesto che: *“gli interessi e gli altri proventi generati dagli attivi inclusi nel patrimonio separato, al netto dei costi della società cessionaria, siano sufficienti a coprire gli interessi ed i costi dovuti, dalla banca emittente, sulle obbligazioni bancarie garantite, tenuto conto degli eventuali contratti derivati di copertura del rischio stipulati in relazione all'operazione.”* (art. 3.3 Regolamento). La disposizione va posta in relazione quanto previsto dall'ultimo periodo del par. 5 (Sez. II) delle Disposizioni di vigilanza, relativo alla correlazione delle scadenze, secondo il quale: *“Al fine di assicurare che la società cessionaria possa adempiere in modo ordinato e tempestivo alle obbligazioni discendenti dalla garanzia, le banche emittenti utilizzano tecniche di asset and liability management idonee ad assicurare, anche mediante specifici controlli, un tendenziale equilibrio tra le scadenze dei flussi finanziari generati dagli attivi ceduti, inclusi nel patrimonio separato della società cessionaria, e le scadenze dei pagamenti dovuti dalla banca emittente in relazione alle obbligazioni garantite emesse e agli altri costi dell'operazione”*. Al riguardo, sembra comunque di poter affermare che al flusso degli interessi dei c.b. possa essere fatto fronte non solo con gli interessi dei crediti ceduti, ma anche con la quota capitale degli attivi stessi che venisse a scadenza prima delle obbligazioni garantite, ferma comunque l'esigenza che sia sempre rispettato il rapporto massimo. La disposizione del Regolamento che si commenta richiede infatti che gli interessi e i costi dovuti a fronte dei c.b. siano coperti da *“gli interessi e gli altri proventi generati dagli attivi inclusi nel patrimonio separato”* e fra gli altri proventi ben può rientrare anche il controvalore dei crediti giunti a scadenza.

La Legge demanda al Regolamento l'individuazione delle tipologie di attività utilizzabili per la successiva integrazione dei crediti ceduti, richiedendo solo che esse abbiano: *“equivalenti profili di rischio”* (art. 7-bis, comma 5) e alle Disposizioni di vigilanza la determinazione delle modalità con le quali l'integrazione stessa deve avvenire (art. 7-bis, comma 6).

Secondo le *Disposizioni di vigilanza*: *“L'integrazione è consentita esclusivamente al fine di mantenere il rapporto tra le obbligazioni garantite e le attività cedute nel limite massimo fissato dal regolamento ovvero in quello stabilito in via contrattuale, nel caso di overcollateralization, nonché per rispettare il limite del 15% per le disponibilità liquide presenti nel patrimonio separato. Resta ferma la possibilità di sostituire con attivi idonei gli attivi idonei integrativi presenti nel patrimonio separato.”* (cfr. Sez. II, par. 3). In nota si precisa, a titolo esemplificativo, che la necessità di provvedere all'integrazione potrebbe verificarsi *“qualora il valore nominale complessivo o il valore attuale netto degli attivi presenti nel patrimonio separato diminuisca per effetto della svalutazione degli attivi stessi”* (48).

Il fatto che l'integrazione sia consentita soltanto al fine di assicurare il rispetto dei limiti stabiliti dal Regolamento significa che non dovrebbe ritenersi possibile procedere alla semplice sostituzione di attivi originariamente ceduti e non svalutati né scaduti con

(48) Cfr. *Disposizioni di vigilanza*, sez. II, pr. 3, nota 11.

altri, ancorché caratterizzati da profili di rischio equivalenti (49). L'esemplificazione contenuta nelle Disposizioni di vigilanza, ancorché attinente agli eventi che più di frequente dovrebbero far sorgere l'esigenza dell'integrazione, non sembra invece possa ritenersi esaustiva. In particolare non sembra che possa escludersi l'integrazione a seguito della scadenza di alcuni dei crediti facenti parte del compendio ceduto che abbia determinato la necessità di ripristinare il rapporto massimo e/o la correlazione delle scadenze. Innovando rispetto al documento di consultazione pubblicato nel mese di agosto 2006 (50), le disposizioni di vigilanza precisano invece che l'integrazione è ammessa anche al fine di rispettare limiti di *over-collateralisation* più stringenti di quelli fissati dal regolamento, che siano eventualmente stati stabiliti contrattualmente nell'ambito dell'operazione. La previsione di margini più elevati di *over-collateralisation* è finalizzata essenzialmente all'ottenimento di un migliore *rating* sull'emissione: la mancata possibilità di procedere all'integrazione per assicurare il rispetto di tali soglie avrebbe sostanzialmente limitato la possibilità per le banche di ottenere condizioni favorevoli sui mercati, rischiando di pregiudicare la competitività dello strumento.

Alla medesima finalità di preservare nel tempo la qualità creditizia dei c.b., fornendo alle banche la possibilità di assicurare nel continuo il livello di merito di credito degli attivi vincolati a garanzia convenuto con il mercato al momento dell'emissione, si riconduce l'espressa esclusione dai limiti previsti in via generale (sui quali cfr. par. 9) delle cessioni connesse con l'integrazione del cover pool (51).

L'art. 2, comma 3 del Regolamento prevede che l'integrazione possa aver luogo mediante: a) "la cessione di ulteriori attività rientranti nelle categorie di cui al comma 1" (che costituiscono i c.d. "ulteriori attivi idonei" i quali avrebbero potuto formare oggetto della cessione *ab initio*); b) "la costituzione di depositi presso banche aventi sede legale in uno Stato ammesso o in Stati ai quali si applichi la ponderazione dello zero per cento ai sensi della disciplina prudenziale-metodo standardizzato"; c) "la cessione di titoli emessi dalle medesime banche con scadenza residua non superiore ad un anno". Queste ultime due categorie costituiscono i c.d. "attivi idonei integrativi", i quali non avrebbero potuto formare originariamente oggetto della cessione ma possono essere utilizzati esclusivamente per l'integrazione "entro l'ulteriore limite specifico del 15% degli attivi idonei presenti nel patrimonio separato" (cfr. Disposizioni di vigilanza, Sez. II, par. 3).

Va inoltre ricordato come secondo le Disposizioni di vigilanza: "non costituisce integrazione l'ulteriore cessione di attivi idonei effettuata nell'ambito di programmi predefiniti che prevedono l'emissione di obbligazioni bancarie garantite a diverse scadenze o nel corso di un determinato periodo di tempo." (Sez. II, par. 3, nt. 10) (52).

(49) Non dovrebbe, cioè, essere possibile una gestione di tipo *revolving* dell'operazione di emissione di covered bonds.

(50) Il documento è disponibile sul sito internet della Banca d'Italia www.bancaditalia.it. Il documento prevedeva la possibilità di procedere all'integrazione esclusivamente al fine di mantenere il rapporto massimo, fissato dal regolamento, tra le obbligazioni garantite e le attività cedute.

(51) Anche tale previsione (che figura nella Sez. II, par. 3, 2° per del primo blocco delle *Disposizioni di vigilanza*) costituisce un elemento di novità rispetto al documento di consultazione di agosto 2006.

(52) La successiva nota 20 precisa che sono: «"programmi di emissione" i programmi di attività relativi all'emissione di obbligazioni garantite nel corso di un determinato periodo di tempo, anche pluriennale, e le correlate operazioni di cessione di attivi idonei, in cui i volumi previsti e le caratteristiche degli strumenti e dei contratti siano individuati in misura sufficiente a consentire una compiuta e consapevole valutazione: i) degli impatti dell'attività sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della banca e del gruppo nel periodo di riferimento; ii) delle diverse tipologie di rischi connessi alle singole operazioni che verranno poste in essere in attuazione del programma».

6. La separazione patrimoniale. Le norme agevolative in materia di cessione. Il *servicer*.

Il primo periodo dell'art. 7-bis, comma 1 della legge richiama l'art. 3, comma 2, secondo il 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. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi"*. Questa norma sancisce la c.d. "separazione patrimoniale" (talvolta indicata anche con il termine meno appropriato di "segregazione") e si affianca ad altre forme di separazione patrimoniale previste nel nostro ordinamento (quali gli artt. 22 e 36.6 t.u.f. e 6.4-ter d. lgs. n. 124/1993, rispettivamente in materia di intermediari abilitati alla prestazione di servizi di investimento, fondi comuni e fondi pensione) che operano tuttavia per altre finalità e con altri strumenti.

Va innanzitutto evidenziato come, per quanto riguarda i creditori del cedente, la separazione e la destinazione esclusiva siano assicurate dalla stessa cessione (53) mentre a garanzia dei portatori dei titoli gioca l'oggetto esclusivo della società cessionaria.

Un'autorevole dottrina che ha commentato l'art. 3.2 della Legge ha giudicato: *"il richiamo al patrimonio separato ... un errore di tecnica legislativa"* ritenendo che sarebbe stato meglio: *"dettare direttamente la disciplina del complesso dei crediti ceduti, lasciando alla dottrina la ricostruzione dogmatica del fenomeno in termini di patrimonio separato, patrimonio autonomo o altro. (54)"*. Altri studiosi hanno invece analizzato i tratti distintivi fra la separazione patrimoniale prevista nella l. n. 130/1999 e quella stabilita da altre disposizioni in materia finanziaria ponendo nel contempo in luce la differenza sia con il più ristretto concetto di segregazione (che può riferirsi a singoli diritti ma non ad un intero patrimonio) che con le classiche garanzie reali (che coinvolgono il profilo della titolarità dell'oggetto dei beni vincolati) e, viceversa, le analogie con il *trust* (55).

Ed, in effetti, profondamente differenti sono finalità e tecniche della separazione patrimoniale prevista, ad esempio, dall'art. 22 del t.u.f. nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari autorizzati (56), rispetto a quella disciplinata dalla l. n. 130/1999. In un caso si tratta, infatti, di tutelare il cliente che affida

(53) La circostanza è messa in rilievo da FERRO-LUZZI, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 261.

(54) Cfr. FERRO-LUZZI, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 262 s., secondo il quale il fatto che nel nostro ordinamento il patrimonio separato non sia un istituto di diritto positivo ma un concetto problematico e la circostanza che il legislatore ha sentito il bisogno di precisare che su di esso non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli avrebbe portato la pratica a dubitare dell'effettiva portata della separatezza con conseguente bisogno di ulteriori precisazioni in sede di legislazione speciale (l'autore cita, in particolare, i d. l. n.ri 350 e 351 del 2001).

(55) Cfr., in tal senso, le acute riflessioni di GALLETTI, in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1067 ss.

(56) Sulla quale, cfr., per tutti, D'ALESSANDRO, *Dissesto di intermediario mobiliare e tutela dei clienti*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 465; GALANTI, *Dissesto dell'intermediario e separazione patrimoniale: restituzione degli strumenti finanziari privi di individuazione*, in *Fallimento*, 1998, 394; GAGGERO, in ALPA CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 233; Cass. 21 maggio 1999, n. 4943, in *Società*, 1999, 1330, con nota di RORDORF. Un discorso in parte diverso, che non mette conto in questa sede di fare, meriterebbe la separazione patrimoniale nei fondi comuni di investimento e nei fondi pensione che, pur rispondendo a esigenze di tutela dei clienti analoghe a quelle degli intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, è caratterizzata da modalità operative differenti.

i propri fondi ad un intermediario rispetto ai creditori dell'intermediario stesso e agli altri clienti, nell'altro siamo piuttosto di fronte ad una tecnica di spossessamento in funzione di garanzia patrimoniale. Nell'intermediazione finanziaria classica la separazione opera anche su di un piano logico-temporale diverso dato che essa scatta dal momento in cui il cliente affida i propri fondi all'impresa autorizzata. Nelle cartolarizzazioni e nei c.b., invece, pur nella diversità dei rispettivi schemi operativi, la cessione e la separazione che ad essa consegue sono parte della struttura delle operazioni di emissione di questi strumenti finanziari che precede la sottoscrizione da parte dell'investitore anche se è solo con essa che il meccanismo, in definitiva, si perfeziona.

Ma è nella patologia che la differenza ontologica fra i due tipi di separazione patrimoniale spiega i suoi effetti più significativi. Nel caso degli intermediari finanziari, infatti, la separazione patrimoniale è essenzialmente affidata al rispetto di regole di correttezza gestionale e contabile che, proprio nelle situazioni di crisi, risultano a volta non rispettate. La conseguenza è che lo stesso meccanismo concorsuale predisposto dal legislatore per rendere operativa la separazione in caso di *default* dell'intermediario (57) non sempre riesce a garantire all'investitore una tutela effettiva, come la storia dei dissesti delle S.I.M. ha purtroppo insegnato.

Qui si potrebbe quasi dire che la separazione patrimoniale - che pure mantiene un valore insostituibile *ex ante*, sia come regola di moralizzazione e di organizzazione degli intermediari che, conseguentemente, come "incentivo" al cliente ad avvalersi di questi ultimi - sia affetta da un paradosso comune anche ad altri meccanismi di "garanzia" (in senso ampio) dato che nel caso di intermediario corretto e ben organizzato essa non sarebbe necessaria mentre, nell'ipotesi inversa, potrebbe essere (in tutto od in parte) vanificata. In teoria essa dovrebbe avere più *chances* di essere efficace nell'ipotesi dell'intermediario (autorizzato ad operare in conto proprio) rispettoso delle regole che presidiano la separazione stessa ma sfortunato (o inetto) che "salta" per operazioni di investimento del proprio portafoglio.

Nel caso delle cartolarizzazioni - e viepiù in quello dei c.b. dove opera un meccanismo specifico di garanzia e subentro del cessionario negli obblighi della banca cedente (sul quale ci si soffermerà fra breve) - si può invece osservare come, proprio grazie alla cessione ad un soggetto autonomo e "dedicato", la separazione operi in modo compiuto; si sarebbe quasi tentati di dire perfetto se non si avesse timore di poter essere smentiti dalla realtà, dato che ipotesi di frode che operino sulla stessa cessione e sullo SPV, seppur obbiettivamente assai difficili da perpetrare, potrebbero tuttavia essere non del tutto impossibili.

Si è già visto come l'art. 3.2 della Legge nello stabilire che i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti non solo rispetto a quello della società ma anche "*da quello relativo ad altre operazioni*", evochi la possibilità dei c.d. veicoli multicomparto (58) che devono quindi ritenersi consentiti anche per i c.b., sebbene essi non abbiano avuto fortuna nella pratica delle cartolarizzazioni.

Lo SPV multicomparto potrebbe quindi porre, in teoria, un problema di separazione interna analogo a quello degli intermediari autorizzati rispetto ai patrimoni dei singoli clienti dove si sono tuttavia registrati problemi di effettività della tutela in caso di crisi

(57) Essenzialmente imperniato sulle disposizioni contenute nei commi 2 e 3 dell'art. 91 t.u.b.

(58) Cfr. *supra*, par. 3, in fine.

dato che la separazione interna resta essenzialmente affidata al rispetto delle regole di correttezza gestionale e contabile (59). Assai diversa e meno problematica è tuttavia l'operatività di uno SPV (sia nel caso di cartolarizzazioni che di c.b.), giacché qui ad essere separati non sono patrimoni individuali di singoli clienti che continuano ad essere movimentati ma blocchi di crediti ceduti a fronte delle varie emissioni di titoli. Una volta individuati e ceduti al veicolo e separati dalle altre cessioni, i portafogli di attività devono continuare esclusivamente ad essere gestiti in modo statico curando che i flussi finanziari da essi generati non siano confusi ma siano correttamente imputati a servizio delle singole emissioni.

L'ultimo periodo dell'art. 3.2 della Legge prevede che: *“Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi.”*. Va innanzitutto notato come la formula sia più restrittiva di quella prevista dall'art. 22.1 t.u.f. per gli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento per i quali sono ammesse anche: *“Le azioni dei creditori dei singoli clienti nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi”*. Ciò non dovrebbe quindi ritenersi consentito per i titoli da cartolarizzazione e i c.b., ferma tuttavia la possibilità del creditore del portatore dei titoli di agire in surrogatoria, secondo i principi generali.

L'aspetto “passivo” della separazione patrimoniale è poi completato, per i c.b., da quello dinamico ed attivo dato che l'art. 7-bis.2 prevede che: *“I crediti e i titoli”* ceduti allo SPV *“e le somme corrisposte dai relativi debitori sono destinati al soddisfacimento dei diritti, anche ai sensi dell'art. 1180 del codice civile, dei portatori delle obbligazioni ... in via prioritaria rispetto al rimborso dei finanziamenti di cui al comma 1”*. La Legge assoggetta quindi ad un vincolo di destinazione i crediti trasferiti allo SPV ed i proventi da essi derivanti a favore dei portatori dei titoli, *“delle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti e degli altri contratti accessori”* e di coloro che vantano crediti a fronte degli altri costi dell'operazione anteponendo le ragioni di questi soggetti (che sono fra di loro su di un piano di parità) a quelle della banca finanziatrice, il cui prestito allo SPV sarà quindi automaticamente subordinato.

Poco chiaro nel sistema della Legge è l'inciso: *“anche ai sensi dell'art. 1180 del codice civile”* che figura nella norma. Esso ha probabilmente il senso di ricondurre il pagamento dei debitori ceduti allo schema dell'adempimento del terzo nei confronti del creditore ove per creditori debbono intendersi i portatori dei titoli. Il valore di questo richiamo all'art. 1180 cod. civ. (che sembrerebbe essere non del tutto convinto come tradisce l'uso della parola “anche”) potrebbe essere allora quello di chiarire che i proventi derivanti dai crediti ceduti non entrano nemmeno nel patrimonio del veicolo dato che devono essere immediatamente destinati al soddisfacimento dei portatori dei titoli. Questi ultimi, d'altronde, non potrebbero rifiutare il pagamento del terzo (il debitore ceduto) in quanto non avrebbero alcun interesse a che la banca emittente i titoli (il loro debitore principale) adempia personalmente. In virtù del richiamo operato dalla norma, lo schema dell'adempimento del terzo dovrebbe funzionare a prescindere dalla ricostruzione dottrinale dell'istituto che si ritenga più corretta se cioè in termini di rapporto contrattuale

(59) Ritiene che lo SPV multicomparto possa comportare: *“un fattore di rischio aggiuntivo rappresentato dalla confusione, colpevole o dolosa, dei patrimoni separati”*, CAPONE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 324.

vero e proprio (60), ovvero di negozio unilaterale il cui autore è il terzo e destinatario il creditore (61).

Sul piano operativo la disciplina della separazione patrimoniale è completata dal richiamo dell'art. 4 della legge effettuato una prima volta, in generale, dal comma primo dell'art. 7-*bis* ed una seconda volta dal comma 3 del medesimo articolo con specifico riferimento alle disposizioni contenute nel comma 2 che si applicano a beneficio dei portatori dei c.b.

Il comma 1 dell'art. 4 estende alle cessioni dei crediti effettuate a fronte dell'emissione di titoli di cartolarizzazione (ed ora anche di c.b.) le disposizioni agevolative in materia di pubblicità ed efficacia della cessione contenute nei commi 2, 3 e 4 dell'art. 58 t.u.b. che disciplina la cessione a banche di beni e rapporti giuridici individuabili in blocco (62).

Il richiamo delle disposizioni contenute nell'art. 58 t.u.b. consente da un lato di evitare la formalità di voltura delle garanzie da chiunque prestate nei confronti del cedente che: “*conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione*” (art. 58, comma 3 t.u.b.) e, dall'altro, di sostituire la notifica individuale al debitore ceduto prevista dall'art. 1264 cod. civ. affinché la cessione sia efficace nei confronti di quest'ultimo, con l'adempimento pubblicitario della pubblicazione in G.U. della notizia dell'avvenuta cessione (art. 58, comma 4 t.u.b.).

Il comma 2 dell'art. 58 t.u.b. prevede infatti che: “*La banca cessionaria da notizia dell'avvenuta cessione mediante pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana. La Banca d'Italia può stabilire forme integrative di pubblicità*”. Nel sistema della legge n. 130/1999 sarà quindi il veicolo che dovrà provvedere alla pubblicazione in G.U. della notizia dell'avvenuta cessione. Le Disposizioni di vigilanza di vigilanza in materia di art. 58, d'altronde, prevedono che: “*La pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, nel rendere nota la cessione, deve indicare gli elementi distintivi che consentano l'individuazione dell'oggetto della cessione, quindi del complesso dei rapporti giuridici da trasferire; la data di efficacia della medesima e, ove necessario, le modalità (luoghi, orari, ecc.) attraverso le quali ogni soggetto interessato può acquisire informazioni sulla propria situazione. ... La Banca d'Italia si riserva di indicare forme di pubblicità integrative ove se ne ravvisi l'opportunità. La banca cessionaria dà notizia della cessione al singolo soggetto interessato alla prima occasione utile (estratto conto, rata di mutuo da pagare, ecc.)*” (63).

Quindi, innanzitutto, per effetto del richiamo del comma 3 dell'art. 58 il cessionario sarà esonerato dall'onere di far annotare nei registri immobiliari l'avvenuto trasferimento a suo favore dell'ipoteca costituita a garanzia dei crediti ceduti. La portata dell'agevo-

(60) In tal senso cfr. NICOLÒ voce *Adempimento (diritto civile)* in *Enc. Dir.*, I, Milano 1958, 565 s. È stato tuttavia notato come la natura contrattuale debba essere esclusa nell'ipotesi che l'adempimento del terzo produca effetti estintivi dell'obbligazione anche indipendentemente (o addirittura contro) la volontà del creditore: BESSONE - D'ANGELO, Voce *Adempimento*, in *Enc. giur.*, I, Roma, 1988, 6.

(61) In tal senso RESCIGNO, *Manuale del diritto privato*, Napoli, 1990, 632.

(62) Sull'art. 58 t.u.b., cfr., per tutti, LA LICATA, *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, in Banca d'Italia, *Quad. Ric. Giur.*, n. 45, Roma, 1997; CERCONE, in FERRO-LUZZI - CASTALDI, *La nuova legge bancaria*, Milano, 1996, II, 955 ss.; MASI, in CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2001, I, 453 ss.

(63) *Istr. Vig.*, Tit. III, cap. 5, sez. II, par. 1.

lazione, che consente anche un forte alleggerimento dei costi di transazione, è notevole se si pensa che i crediti ipotecari rientrano fra gli *asset* cedibili a fronte dell'emissione di c.b. e che l'art. 2843 cod. civ. colpisce con l'inefficacia il trasferimento del vincolo ipotecario che non sia stato annotato a margine dell'originaria iscrizione (64). Ma vi è di più, la norma riguardando "*le garanzie di qualsiasi tipo*" esplica la sua efficacia anche nei confronti di quelle personali e consente quindi di opporre la cessione a coloro che avevano prestato una fideiussione a favore della banca cedente i quali, dopo gli adempimenti pubblicitari di cui all'art. 58 t.u.b., dovranno pagare esclusivamente al cessionario, pena la possibilità da parte di quest'ultimo di chiedere un'altra volta il pagamento (65).

Ancora più pregnante è poi il richiamo all'art. 4, comma 2 della l. n. 130/1999 per effetto del quale, dalla data della pubblicazione in G.U. dell'avvenuta cessione, sul compendio dei crediti ceduti e sulle somme corrisposte dai relativi debitori sono ammesse esclusivamente le azioni a tutela dei portatori dei c.b. e di coloro che hanno effettuato prestazioni che hanno reso possibile l'operazione e dalla stessa data la cessione è opponibile: "*a) agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo d'acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore; b) ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.*". La disposizione è importante perché da un lato, confermando l'art. 7-bis, comma 2, ribadisce sia il perimetro oggettivo della separazione (crediti ceduti e somme corrisposte dai relativi debitori) che i soggetti a favore dei quali essa opera (portatori dei titoli e coloro che abbiano effettuato prestazioni che possano essere considerate come costi dell'operazione) e, dall'altro, individua con precisione il momento dal quale il compendio dei crediti ceduti viene sottratto alla garanzia generica dei creditori del cedente.

Di conseguenza, dalla pubblicazione in G.U. dell'avvenuta cessione non sarà più possibile per i debitori ceduti opporre in compensazione alla cessionaria i crediti sorti nei confronti del cedente, dato che, in questo caso, la pubblicazione tiene luogo della notifica ai sensi dell'art. 1248, comma 2 cod. civ. (66).

La dottrina ha manifestato differenti opinioni in ordine all'efficacia delle eventuali forme integrative di pubblicità che la Banca d'Italia può disporre ai sensi dell'art. 58, comma 2. Da un lato si è infatti ritenuto che l'espletamento di tali ulteriori adempimenti pubblicitari sia necessario per opporre la cessione ai debitori ceduti ma non per fare valere quest'ultima nei confronti degli altri aventi causa e dei creditori del cedente, per i quali basterebbe la pubblicazione in G.U. (67), dall'altro si è ritenuto, con opinione che appare condivisibile, che le forme di pubblicità integrativa disposte dalla Banca d'Italia non abbiano effetti di natura civilistica avendo unicamente lo scopo di: "*assicurare*

(64) Questo aspetto è sottolineato da LA LICATA, *op. cit.*, 24, la quale parla di "*deroga ai principi cardine della circolazione delle garanzie reali*" ed evidenzia come la norma di agevolazione consenta: "*una forte riduzione dei costi fiscali dell'operazione (pari, per ciascuna annotazione, a circa il 2% ...)*".

(65) In tal senso GUERRIERI, in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1081, secondo il quale resta: "*Salva ovviamente la possibilità per il cessionario di agire (anche) nei confronti del cedente che abbia illegittimamente escusso il fideiussore in epoca successiva alla cessione del proprio credito.*".

(66) Così GUERRIERI, in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1085. Posizione in parte diversa assume LA LICATA, *op. cit.*, 27 che distingue "*forme di comunicazione erga omnes*" integrative della pubblicazione in G.U. ritenendo che: "*all'attuazione delle medesime sembra debba intendersi anche subordinato il prodursi degli effetti regolati dalla disciplina dell'art. 58*" alle forme di comunicazione individuale (pure previste dalle Disposizioni di vigilanza di Vigilanza) alle quali: "*non potrà in nessun caso attribuirsi rilevanza ai fini dell'operatività della medesima disciplina.*".

(67) In tal senso GUERRIERI, in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1085 ss.

un'ampia e tempestiva informazione a soggetti che intrattengono rapporti con le banche coinvolte nella cessione" (68).

Il primo periodo del comma 4 dell'art. 7-bis della legge stabilisce che: *"Alle cessioni di cui al comma 1 non si applicano gli art. 69 e 70 del regio decreto 18 novembre 1923, n. 2440."* Siamo qui di fronte ad una norma agevolativa (analoga a quella prevista dall'art. 58.3 t.u.b. in materia di trasferimento delle garanzie) che consente di prescindere dalle rigide formalità previste dalle norme sulla contabilità di Stato affinché le cessioni di crediti nei confronti delle amministrazioni statali possano essere opposte a quest'ultime.

Viene innanzitutto in considerazione la disposizione secondo la quale: *"Le cessioni, le delegazioni, le costituzioni in pegno e gli atti di revoca rinuncia o modificazioni di vincoli devono risultare da atto pubblico o da scrittura privata, autenticata da notaio."* (art. 69, comma 3 R.D. n. 2440/1923), anche se si ritiene che le parti abbiano comunque interesse ad effettuare la cessione per atto di notaio o per scrittura privata autenticata, al fine di dare al negozio data certa.

Gli effetti più significativi dell'agevolazione sono nell'esonero della notifica della cessione: *"all'amministrazione centrale ovvero all'ente, ufficio o funzionario cui spetta di ordinare il pagamento"*, prevista dall'art. 69, comma 1 R.D. n. 2440/1923. Anche per i debitori pubblici pertanto la pubblicazione in G.U. ex art. 58, comma 2 t.u.b. tiene luogo della notifica a qualsiasi effetto. Altra disposizione significativa dalla quale le disposizioni di esonero consentono di prescindere è quella dell'art. 70, comma 2 del R.D. n. 2440/1923 secondo la quale: *"Con un solo atto non si possono colpire, cedere o delegare crediti verso amministrazioni diverse"*. Sarà quindi possibile cedere in blocco crediti nei confronti di diversi enti ed amministrazioni pubbliche con un unico atto, a tutto vantaggio della snellezza e dell'economicità dell'operazione.

Il secondo periodo del comma 4 dell'art. 7-bis della legge prevede poi che: *"Dell'affidamento o trasferimento delle funzioni di cui all'art. 2, comma 3, lett. c), a soggetti diversi dalla banca cedente, è dato avviso mediante pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale nonché comunicazione mediante raccomandata con avviso di ricevimento alle pubbliche amministrazioni debentrici"*. La disposizione fa riferimento alla possibilità, prevista dalla legge sulle cartolarizzazioni, di affidare la riscossione dei crediti ceduti e i servizi di cassa e pagamento dell'operazione ad un soggetto diverso rispetto alla banca cedente: il c.d. *servicer*. Non è questa la sede per trattare diffusamente di questa figura (69), basti qui ricordare come al *servicer* non spetti soltanto la gestione dei flussi di cassa rivenienti dall'operazione e lo svolgimento delle attività connesse (quali il recupero crediti) ma anche la verifica della conformità delle operazioni alla legge ed al prospetto informativo. Ed è anche per l'attribuzione di questo delicato compito di riscontro (che ricorda quello attribuito alla banca depositaria nell'ambito dello svolgimento dei servizi di investimento e nell'operatività delle gestioni in monte) che il legislatore ha previsto che il ruolo di *servicer* possa essere svolto solo da banche o da soggetti iscritti all'elenco di cui all'art. 107 t.u.b. e quindi sottoposti comunque ai controlli prudenziali della Banca d'Italia (70).

(68) Così ARTALE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 292 s. nonché, con riferimento alle cessioni di rapporti giuridici a banche, CERCONE, *op. cit.*, 977.

(69) Per la trattazione delle relative problematiche sia consentito quindi il rinvio a GALLETTI, in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1051 ss. e CINQUE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 234 ss.

(70) L'art. 2, comma 6 della Legge prevede infatti che: *"I servizi indicati nel comma 3, lett. c), del presente articolo sono svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto"*

Nella prassi delle cartolarizzazioni, tuttavia, quando l'*originator* è una banca quest'ultima, per evidenti ragioni di economicità e di interesse a mantenere il contatto con la clientela, assume anche il ruolo di *servicer* in base ad un'apposita convenzione con lo SPV. È facile quindi prevedere che anche per i c.b. (che possono essere emessi soltanto da banche) sarà questa la scelta prevalente anche se non si può escludere, in presenza di una struttura di gruppo, la convenienza di affidare il compito di *servicer* ad una società differente.

7. La *bankruptcy remoteness* delle operazioni.

La l. n. 130/1999 contiene (sia nell'originario articolato che nell'art. 7-*bis*) una serie di disposizioni in materia fallimentare intese a salvaguardare le operazioni di cartolarizzazione e di emissione dei c.b. dai rischi rivenienti dal fallimento dei debitori ceduti o del soggetto cedente, creando la c.d. *bankruptcy remoteness* delle operazioni stesse e del patrimonio separato.

Tali disposizioni sono: a) l'art. 4, comma 3 (richiamato dall'art. 7-*bis*, comma 1), secondo il quale: "Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applica l'art. 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni."; b) l'art. 4, comma 4 (anch'esso richiamato dall'art. 7-*bis*, comma 1), secondo il quale: "Per le operazioni cartolarizzazione disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e di un anno previsti dall'art. 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni, sono ridotti, rispettivamente, a sei ed a tre mesi."; c) l'art. 7-*bis*, comma 4, ult. per., ai sensi del quale: "Ai finanziamenti concessi alle società di cui al comma 1 e alla garanzia prestata dalle medesime società, si applica l'art. 67, comma 3, del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni.".

È quindi opportuno esaminare nell'ordine tali disposizioni anche per coglierne le interrelazioni e collocarle nel più ampio contesto delle esenzioni dalle revocatorie fallimentari in materia bancaria e finanziaria che (senza pretesa di completezza) comprende: 1) le disposizioni in materia di credito fondiario e di credito su pegno di cui all'art. 39, comma 4 t.u.b. e all'art. 67, comma 4, l.f.; 2) gli artt. 6 e 7 della l. 21 febbraio 1991, n. 52 sul *factoring* (sui quali ci si soffermerà per le analogie che presentano con le norme oggetto di commento); 3) le disposizioni contenute nel d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210 recante attuazione della direttiva 98/28/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli (e, in particolare, l'art. 3)(71).

Le esenzioni dal regime delle revocatorie contenute nella legge sulle cartolarizzazioni, mentre condividono con le altre esenzioni del genere l'esigenza di contemperare la tutela della *par condicio creditorum* con la speditezza e la certezza delle transazioni commerciali, dando maggior risalto alle seconde, sono caratterizzate, in particolare, dall'esigenza di incentivare: "lo sviluppo del mercato dei capitali" tramite: "l'introduzione

dall'art. 107 del testo unico bancario, i quali verificano che le operazioni siano conformi alla legge ed al prospetto informativo." Per quanto riguarda le cartolarizzazioni, la disposizione è rilevante soprattutto per gli *originator* industriali o aventi natura pubblica che non potranno svolgere direttamente il ruolo di *servicer* ma dovranno per forza affidarlo ad una banca o ad un intermediario finanziario.

(71) Su tale argomento in generale cfr. MAIMERI, *Ordinamento finanziario e revocatorie*, in *Dir. fall.*, 2001, I, 127, per un panorama completo delle esenzioni da revocatoria esteso anche ad altri settori, cfr. PAJARDI - BOCCHIOLA, *La revocatoria fallimentare*, Milano, 1998, 196 ss.

ne e la diffusione di strumenti finanziari innovativi” perseguendo così “l’utilità sociale conseguente al più agevole ricorso al finanziamento anche attraverso lo smobilizzo dei crediti” (72).

Si può anche osservare come le disposizioni tendenti a creare la *bankruptcy remoteness* possano essere considerate come l’altra faccia della medaglia dell’essere i titoli di cartolarizzazione ed i c.b., obbligazioni ad esigibilità limitata (*limited recourse*) nel senso che i portatori di queste obbligazioni possono soddisfare i loro diritti esclusivamente sul patrimonio separato e non su quello dell’emittente (dato che la separazione è biunivoca), anche se la posizione dei portatori di c.b. è diversa in quanto essi possono usufruire anche della garanzia prestata dal veicolo (73).

Va inoltre considerato come le norme di esonero dall’azione revocatoria che ci si accinge a commentare vadano nella stessa direzione delle nuove disposizioni in materia di revocatoria fallimentare introdotte con il d.l. 14 marzo 2005, n. 35 conv. in l. 14 maggio 2005, n. 80 che limitano fortemente il ricorso a tale strumento facendo venir meno il suo utilizzo in funzione indennitaria.

L’art. 4, comma 3 della Legge prende in considerazione l’ipotesi del fallimento dei debitori ceduti e stabilisce un’esenzione assoluta dalla revocatoria per i pagamenti da essi effettuati a favore della cessionaria, che restano quindi stabilmente acquisiti al patrimonio separato destinato alla soddisfazione dei portatori dei titoli.

È stato opportunamente osservato in dottrina come, in questo caso, la disposizione di esonero non sia mitigata dalla possibilità per il fallimento del debitore ceduto di proporre la revocatoria nei confronti del cedente provando che egli: “*conosceva lo stato di insolvenza del debitore ceduto alla data del pagamento al cessionario*”, prevista dall’art. 6 della l. n. 52/1991 sul *factoring* ritenendo quindi che tale ultima disposizione non possa essere applicata analogicamente alle cartolarizzazioni (74).

Quanto al campo di applicazione oggettivo della norma di esonero, accanto a chi tende a dare di essa un’interpretazione restrittiva - riferendola solo ai pagamenti in senso stretto e quindi a quelli di debiti liquidi ed esigibili presi in considerazione dall’art. 67, comma 2 l.f. (75) – vi è invece chi ritiene che il richiamo all’art. 67 l.f. valga nella sua integralità e comprenda quindi anche i pagamenti effettuati con mezzi anormali e le altre ipotesi previste dalla norma (76).

(72) Così: CAPONE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 309.

(73) Questo collegamento è chiaro negli stessi lavori parlamentari relativi alla legge sulla cartolarizzazione, ove viene affermato che: “*Dal momento che i portatori dei titoli sono titolari di crediti a esigibilità limitata, poiché non tutelati dai patrimoni delle società emittenti, essi devono, per converso, essere particolarmente tutelati dal flusso finanziario dei pagamenti relativi ai crediti ceduti.*” Commissione Finanze Camera Relazione on. Targetti n. 5058° seduta del 22 settembre 1999.

(74) In tal senso: CAPONE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 312 ss. e GUERRIERI in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1089 ss., *contra*, invece: RAGUSA MAGGIORE, *La revocatoria fallimentare nella legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Vita notar.*, 1999, 1167 ss. e C. PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Fallimento*, 1999, 1182, nt. 48, quest’ultimo, tuttavia, limitatamente alle ipotesi di cartolarizzazione con garanzia di solvenza da parte del cedente.

(75) GUERRIERI in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1089 ss. ed, in particolare, 1093.

(76) BONTEMPI - SCAGLIARINI, *La securitisation*, Milano, 1999, 164; CAPONE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 315 s.

Più accordo vi è invece in dottrina sul fatto che facendo riferimento la disposizione al solo art. 67 l.f., nei confronti dei pagamenti dei debitori ceduti, restano pienamente esercitabili tutte le altre ipotesi di revocatoria ed operative quelle di inefficacia previste dalla legge (artt. 44, 64, 65 e 66 l.f. nonché artt. 2901 ss. cod. civ.) (77). Va tuttavia rammentato l'orientamento favorevole a ritenere che l'estinzione anticipata di un debito in base ad un'apposita clausola contrattuale non venga colpito da inefficacia ex art. 65 l.f. (78), il che sembra particolarmente significativo per i mutui ipotecari, che spesso prevedono questa facoltà.

L'art. 3, comma 4, invece, ipotizzando il fallimento del cedente, riduce i termini previsti dall'art. 67 commi 1 e 2 per la revocatoria delle operazioni di cartolarizzazione e di emissione dei c.b. rispettivamente a sei e a tre mesi. La riduzione era assai significativa all'atto dell'emanazione della l. n. 130/1999, quando detti termini erano rispettivamente di due e un anno, lo è meno attualmente che detti termini, in seguito alla riforma introdotta con il d.l. n. 35/2005, conv. in l. n. 80/2005, sono stati portati in via ordinaria a un anno e sei mesi.

La disposizione ha una portata ben più ampia di quella contenuta nell'art. 7 della l. n. 52/1991 sul *factoring* che subordina l'esenzione alla prova da parte del curatore: "*che il cessionario conosceva lo stato di insolvenza del cedente quando ha eseguito il pagamento*".

Le operazioni di emissione dei c.b., al pari di quelle di cartolarizzazione, sono quindi soggette ad azione revocatoria solo: *a)* in ipotesi di cessione avvenuta a congrui valori di mercato, nel termine di tre mesi dalla cessione, con onere della prova della conoscenza da parte del cessionario dell'insolvenza del cedente all'atto della cessione a carico del curatore; *b)* nel caso di cessione avvenuta a prezzi fuori mercato, nel termine di sei mesi dalla data della cessione, con onere della prova della non conoscenza (e della non conoscibilità) dello stato di insolvenza del cedente all'atto della cessione a carico del cessionario. Per minimizzare i rischi di questo tipo di revocatorie delle operazioni di cessione le società veicolo solgono farsi rilasciare certificati di solvibilità prodotti dal cedente e di lettere di conforto dei revisori contabili.

La dottrina che ha commentato la l. n. 130/1999, rammentando come nel testo originario della disposizione la parola "cessioni" sia stata sostituita con quella "operazioni", ha giustamente ritenuto che la norma in materia di revocatoria abbreviata sia applichi: "*all'operazione di cartolarizzazione complessivamente intesa*", comprensiva quindi non solo della cessione ma anche dell'emissione dei titoli e del rilascio di eventuali garanzie (79).

La Legge nulla prevede nell'ipotesi di fallimento dello SPV, dato che, attesa la natura *limited recourse* dei titoli di cartolarizzazione e dei c.b., sarà evenienza assai rara. Essa potrà infatti verificarsi unicamente quando la cessionaria si trovi nell'impossibilità di far fronte con il proprio patrimonio alle obbligazioni contratte nel proprio interesse (possibilità da considerarsi piuttosto teorica, atteso l'oggetto esclusivo che caratterizza lo SPV) e non nell'ipotesi di incapacità del patrimonio separato rispetto ai diritti dei portatori dei titoli.

(77) CAPONE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 316 s.; GUERRIERI in MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, 1091. BONTEMPI - SCAGLIARINI, *La securitisation*, Milano, 1999, 166, ritengono tuttavia possibile l'estensione analogica dell'art. 4, comma 3 della legge anche alla revocatoria ordinaria.

(78) Cfr. C. PROTO, *op. cit.*, 1180; Cass. 10 aprile 1969, n. 1153, in *Foro it.*, 1969, I, 1768.

(79) CAPONE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 320 s.

Secondo taluni poi, in caso di insolvenza, gli SPV che operano nell'ambito di normali operazioni di cartolarizzazione, essendo iscritti all'elenco speciale di cui all'art. 107 t.u.b. ed essendo dotati di un patrimonio esiguo (per essi non valgono i minimi di capitale previsti per gli intermediari finanziari) che dovrebbe essere strutturalmente inferiore all'ammontare dei titoli emessi, sarebbero soggetti alle procedure di crisi bancarie (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa) piuttosto che al fallimento, ai sensi dell'art. 107, comma 6 t.u.b. (80).

La *bankruptcy remoteness* delle operazioni di emissione dei c.b. è poi completata dalla disposizione contenuta nell'art. 7-bis, comma 4, ult. per., secondo la quale ai finanziamenti concessi allo SPV ed alle garanzie da esso prestate si applica l'art. 67, comma 3 l.f. Si tratta della disposizione introdotta dalla recente riforma del d.l. n. 35/2005, conv. in l. n. 80/2005, secondo la quale non sono soggette a revocatoria una serie di ipotesi (pagamenti di beni e servizi effettuati nei termini d'uso; rimesse in conto corrente bancario; vendite a giusto prezzo di immobili ad uso abitativo; atti, pagamenti e garanzie su beni del debitore posti in essere in esecuzione di un idoneo piano di risanamento, di un concordato preventivo, dell'amministrazione controllata o di un accordo omologato ex art. 182-bis l.f.; pagamenti per prestazioni lavorative; pagamenti di debiti liquidi ed esigibili effettuati per ottenere servizi strumentali ad accedere alle procedure di amministrazione controllata e concordato preventivo). In effetti, sarebbe stata preferibile (anche sul piano logico) una disposizione di esenzione pura e semplice oppure un'integrazione formale dell'art. 67, comma 3 l.f. dato che i casi contemplati dall'art. 7-bis, comma 4 non hanno granché in comune con le fattispecie elencate nell'art. 67, comma 3 l.f.

La disposizione è tuttavia estremamente importante perché isola dalla possibilità della revocatoria sia il finanziamento subordinato concesso dalla banca cedente al veicolo (in ipotesi di insolvenza della banca) che, fatto questo più rilevante, la garanzia prestata dal veicolo a favore dei portatori dei titoli (qui si ipotizza invece l'insolvenza del veicolo e la norma finisce per essere una conferma dell'assoggettabilità di quest'ultimo a procedure concorsuali).

8. Le caratteristiche della garanzia.

L'art. 4 del Regolamento disciplina le caratteristiche della garanzia delineandole, al comma 1, con l'utilizzo di alcuni aggettivi e con l'esclusione di una serie di disposizioni del codice civile che portano l'interprete a concludere senza dubbio di essere di fronte ad un contratto autonomo di garanzia. Nei commi successivi questo articolo fondamentale stabilisce: le condizioni alle quali la società garante subentra nelle obbligazioni della banca emittente consentendo la regolare continuazione della durata dei c.b. (comma 3); i limiti e le modalità con le quali il veicolo stesso risponde nei confronti dei portatori dei c.b. e subentra nei loro diritti nei confronti della liquidazione (comma 3); gli obblighi della cessionaria in ipotesi della sospensione dei pagamenti disposta nel corso dell'amministrazione straordinaria ex art. 74 t.u.b.

Va subito detto che il fatto di trovarsi di fronte ad un contratto autonomo di garanzia (*garantievertrag*) non esime dal notare una differenza fondamentale rispetto all'utilizzo di tali contratti nella prassi commerciale nazionale e internazionale. Qui, infatti, non si è

(80) In tal senso: CAPONE, in FERRO-LUZZI e PISANTI, *op. cit.*, 325 s.

in presenza di un rapporto trilaterale fra mandante (ad es. un imprenditore, un venditore), un garante (tradizionalmente una banca) ed un beneficiario (ad es. una stazione appaltante o un acquirente) ma, più semplicemente fra lo SPV ed i portatori dei c.b.

Altra peculiarità da mettere a fuoco è quella del ruolo della normativa rispetto al contratto. Non si è qui in presenza di un potere di tipizzazione analogo a quello previsto dall'art. 117, comma 8 t.u.b. né di uno schema rigido di contratto tipo - come quelli delineati dal D.M. attività produttive 12 marzo 2004, n. 123 in materia di polizze per garanzie fideiussorie in materia di appalti pubblici - ma, più semplicemente, dell'individuazione di alcuni tratti salienti del contratto autonomo di garanzia la cui predisposizione è lasciata alla prassi. Le garanzie in concreto rilasciate dagli SPV dovranno essere conformi a quanto previsto dall'art. 4, pena l'impossibilità di strutturare efficacemente l'operazione di emissione dei c.b. È tuttavia assai probabile che, in pratica, si arrivi alla predisposizione di un testo uniforme di tale contratto. Il vaglio di conformità è tuttavia lasciato ai soggetti che compiono l'operazione (e quindi al mercato).

Sempre in materia di rapporti fra "legge" e contratto la norma regolamentare sembrerebbe porsi in una prospettiva non del tutto corretta quando dispone che alla garanzia di che trattasi non si applichino una serie di disposizioni civilistiche in materia di fideiussione (art. 4, comma 1, 2° per.). La disposizione infatti avrebbe dovuto piuttosto esprimersi nel senso che: "*il contratto autonomo di garanzia prevede che non sia applichino*" (o altra espressione analoga) e comunque è così che sembrerebbe dover essere interpretata. Non si è infatti di fronte alla tipizzazione di un nuovo contratto (effettuata in via regolamentare) ma all'indicazione dei punti rilevanti che lo schema negoziale deve osservare per poter validamente inserirsi in un'operazione di emissione di c.b.

Va d'altro canto notato come l'utilizzo in via legislativa di contratti autonomi di garanzia e di fideiussioni sia di recente abbastanza diffuso: è il caso, ad esempio, del d. lgs. 20 giugno 2005, n. 122 (che tutela i diritti degli acquirenti di case da costruire) che impone al costruttore di consegnare all'acquirente una fideiussione della quale delinea in modo abbastanza dettagliato contenuto e modalità di escussione (art. 3). Ma anche in passato il fenomeno non era certo sconosciuto, dato che proprio a proposito di alcune disposizioni che prevedevano la garanzia statale sulle obbligazioni emesse dall'IRI e da alcune banche, che prevedevano l'automaticità dell'operatività della garanzia su semplice comunicazione dell'inadempimento dell'obbligato, si era parlato di *garantievertrag* (art. 1, comma 2 l. 5 dicembre 1978, n. 825 e art. 4, comma 2 d.l. 14 settembre 1979 n. 439).

Un'altra circostanza da tener presente è che l'eventualità che la garanzia debba essere effettivamente attivata è assai remota dato che essa entra in gioco solo in caso di *default* della banca emittente. Si è però visto che l'emissione dei c.b. è riservata alle grandi banche per le quali la liquidazione coatta è evento assai poco probabile, dato che sono dotate di presidi patrimoniali ed organizzativi adeguati. Ciononostante la garanzia svolge un ruolo essenziale *ex ante*, per il fatto stesso di essere prestata, dato che essa fornisce ai sottoscrittori di c.b. l'assicurazione che i loro diritti sul patrimonio separato verranno comunque soddisfatti, anche in caso di insolvenza dell'emittente. Essa finisce quindi per rappresentare, accanto alla qualità primaria degli attivi segregati e alla natura bancaria dell'emittente, un tratto caratterizzante significativo dei c.b. rispetto ai comuni titoli di cartolarizzazione.

Si è detto come la garanzia disciplinata dall'art. 4 del Regolamento possa essere qualificata come un *garantievertrag*. Non è questa la sede per ripercorrere il complesso e

risalente dibattito dottrinale e giurisprudenziale su questo tipo di contratto (81). Basterà ricordare come l'elaborazione di questa figura risale all'opera del giurista tedesco di fine XIX secolo Stammler – che l'aveva enucleata dalle garanzie accessorie al contratto prin-

(81) La bibliografia in tema di contratto autonomo di garanzia è troppo vasta per essere ricordata tutta. Ci si limiterà perciò a ricordare: PORTALE, *Fideiussione e Garantievertrag nella prassi bancaria*, in AA.VV., *Nuovi tipi contrattuali e tecniche di redazione nella pratica contrattuale*, Milano, 1978, 3 ss. (con in appendice una bibliografia assai completa delle opere precedenti). Dello stesso autore (che può ben essere considerato il maggiore studioso italiano della figura) cfr., inoltre: *Tra responsabilità della banca e "ricommercializzazione" del diritto commerciale*, in *Jus*, 1981, 141 e *Il contratto autonomo di garanzia nel commercio internazionale (appunti per una lezione)*, in *Riv. Giur. Sarda*, 1998, 843; RAVAZZONI, *Le cosiddette cauzioni fideiussorie o polizze fideiussorie*, in *Le operazioni bancarie* a cura di Portale, Milano, 1978, II, 1023; SPADA, *Cautio quae indiscretae loquitur: lineamenti funzionali e strutturali della promessa di pagamento*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 673; HADDING, *I contratti di garanzia bancaria*, *Giust. civ.*, 1979, IV, 129; MUNGARI, *Sulle garanzie internazionali (contract bond) prestate dalle imprese assicuratrici italiane per l'esecuzione di lavori all'estero*, in *Assicuraz.*, 1979, 47; MOLLE, *In tema di contratto autonomo di garanzia*, in *Bancaria*, 1980, 1255; BRIGANTI, *Contratti di garanzie ed esercizio del credito nella prassi bancaria italiana*, in *Vita not.*, 1980, 1061; BENATTI, *Garanzia (contratto autonomo di)*, in *Noviss. Dig., App.*, III, Torino, 1982, 918; GIACOBBE, *Il contratto autonomo di garanzia*, in *Nuova giur. civ.*, 1988, II, 483; NAVARRETTA, *Fideiussione omnibus e contratto autonomo di garanzia: osservazioni su un decennio di giurisprudenza*, *Quadrim.*, 1990, 693; VALENZA, *La causa nel contratto autonomo di garanzia*, in *Vita not.*, 1998 (suppl. n.ri 2-3); I. DORIA, *Riflessioni sull'exceptio doli generalis dei doveri di protezione gravanti in capo al garante "autonomo"*, in *Giur. It.*, 2001, 1987. L'apporto della giurisprudenza è stato ovviamente assai importante per l'affermazione di questo contratto atipico e per il disegno dei suoi tratti essenziali. Ci si limita di seguito ad elencare alcune pronunce tramite le relative note a sentenza (per dare così meglio l'idea del loro oggetto). MARICONDA, *Sulla fideiussione omnibus e sul contratto autonomo di garanzia* (Cass. n. 6656/1987 e n. 7342/1897), in *Corr. Giur.*, 1987, 1159; G. CAPO, *Fideiussione, clausola di pagamento a prima richiesta e contratto autonomo di garanzia* (Trib. Napoli, 7 maggio 1990), in *Riv. dir. impr.*, 1992, 141; S. DE VITIS, *Brevi riflessioni in merito alla struttura del c.d. contratto autonomo di garanzia* (Cass. n. 12341/1992), in *Giust. civ.*, 1993, I, 940; BLANDINI, *Contratto autonomo di garanzia, fideiussione e provvedimenti d'urgenza* (Pret. Roma, 4 novembre 1992) in *Riv. dir. impr.*, 1993, 281; LAMBRINI, *Contratto autonomo di garanzia ed exceptio doli generalis* (Trib. Treviso, 24 dicembre 1997), in *Riv. dir. civ.*, 1998, II, 443; CETRA, *Nullità della clausola di rinuncia al provvedimento d'urgenza ex art. 700 c.p.c. di un contratto autonomo di garanzia* (Trib. Cagliari, 18.12.1997), in *Riv. giur. sarda*, 1998, 443 e in *Banca borsa*, 1999, II, 338; CIMATTI, *Ancora sull'autonomia del contratto autonomo di garanzia* (Trib. Roma, 23 luglio 1997), in *Giur. merito*, 1999, 736; LUZON, *Contratto autonomo di garanzia e provvedimenti d'urgenza* (Trib. Torino, 4 dicembre 1998), in *Giur. merito*, 1999, 729; D'OTTAVI, *Garanzie atipiche e tutela cautelare: la natura del contratto autonomo di garanzia non impedisce la misura inibitoria quando sussiste il periculum dell'alterazione del sinallagma contrattuale nell'assetto negoziale globalmente considerato* (Trib. Roma, 6 novembre 1998), in *Giust. civ.*, 1999, I, 3459; LAMANAUZZI, *Fideiussione e contratto autonomo di garanzia* (Cass. n. 10864/1999), in *Contratti*, 2000, 139; PARDOLESI, *Polizza fideiussoria in cerca d'identità: assicurazione, fideiussione o contratto autonomo di garanzia?* (Cass. n. 6823/2001), in *Foro it.*, 2001, I, 3174; M. AMBROSOLI, *Contratto autonomo di garanzia e invalidità dell'obbligazione garantita* (Cass., n. 3326/2002), in *Contratti*, 2002, 1085; CONCETTI, *Effetti dell'invalidità del contratto principale sul contratto autonomo di garanzia* (Cass. n. 3326/2002), in *Nuova giur. civ.*, 2003, I, 404; SPIOTTA, *Note in tema di contratto autonomo di garanzia e inibitoria al pagamento* (Trib. Torino, 29 agosto 2002), in *Giur. it.*, 2003, I, 520; DELLA CORTE, *Il contratto autonomo di garanzia nella giurisprudenza di legittimità: un passo avanti e due indietro* (Cass. n. 10555/2002), in *Dir. fall.*, 2003, II, 589; FRIGENI, *Alcune nuove pronunce sul contratto autonomo di garanzia* (Cass. n. 11368/2002 e Cass. n. 10637/2002 e tre pronunce di merito), in *Banca borsa*, 2003, II, 267; DI VITO, *Notazioni in tema di lettera di patronage, negozio autonomo di garanzia e fideiussione* (Trib. Roma, 18 dicembre 2002) *Giur. it.*, 2004, I, 991; CAVANNA, *Brevi note in tema di clausola di pagamento a prima richiesta, contratto autonomo di garanzia, fideiussione* (App. Milano, 11 maggio 2004), *ivi*, 2004, I, 2343; BENIGNI, *Onere di exceptio doli del garante "autonomo" e inaccogliibilità del ricorso d'urgenza dell'ordinante la garanzia*, (Trib. Biella, 27 novembre 2003), in *Corr. giur.*, 2004, 1511. In materia di cartolarizzazioni e prestazioni di garanzie aggiuntive da parte dell'*originator*, cfr., di recente, Comm. Trib. Prov. Sassari, 10 giugno 2004, in *Banca borsa*, 2006, II, 87, con nota di SCANO, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitisation*.

cipale - e che, a partire dal secondo dopoguerra, la prassi commerciale internazionale ha inserito nei contratti autonomi di garanzia già conosciuti anche la clausola “a prima richiesta”, la quale elimina il rischio non solo delle eccezioni dipendenti dal rapporto base (cosa già acquisita tramite l'autonomia) ma anche sulla sussistenza o meno dei presupposti che fanno scattare l'obbligo del garante, rendendo sufficiente che il creditore affermi essersi verificato l'inadempimento del debitore principale.

Una delle tematiche più rilevanti in materia di *garantievertrag*, della quale si sono occupate la giurisprudenza e la dottrina più recenti, riguarda la possibilità del garante di opporre l'*exceptio doli generalis* al fine di contrastare un utilizzo del contratto autonomo non conforme a buona fede ed, eventualmente, di paralizzare la richiesta di adempimento del beneficiario ricorrendo ad un provvedimento d'urgenza ex art. 700 c.p.c. È bene subito chiarire che tale problematica non sembra poter venire in rilievo con riferimento alla garanzia prestata dal veicolo. In caso di emissione di c.b. infatti, l'evento che fa scattare la garanzia (insolvenza della banca emittente) è destinato ad emergere con un provvedimento dell'autorità amministrativa (liquidazione coatta) ed, eventualmente, anche di quella giudiziaria (dichiarazione di insolvenza) di talché il problema dell'utilizzo della garanzia non in buona fede non dovrebbe neppure porsi.

In proposito va osservato come, affinché si verifichi l'inadempimento della banca e quindi il presupposto per l'attivazione della garanzia, debba, ovviamente, ritenersi sufficiente il provvedimento di liquidazione coatta dal quale, secondo l'art. 83 t.u.b., discendono gli effetti fallimentari classici fra i quali il blocco dei pagamenti di ogni genere. Parlare quindi di insolvenza della banca quale presupposto dell'attivazione della garanzia non sarebbe forse nemmeno troppo corretto, essendo probabilmente preferibile riferirsi al blocco *ex lege* dei pagamenti che consegue alla liquidazione coatta, la quale, com'è noto, può essere disposta anche in presenza di sole irregolarità e violazioni normative di eccezionale gravità.

In realtà la lettera della disposizione regolamentare sembrerebbe individuare, quale presupposto dell'attivazione della garanzia, il generico inadempimento della banca emittente (cfr. l'*incipit* dell'art. 4, comma 1) piuttosto che l'emanazione di un provvedimento di liquidazione coatta. Che così non sia risulta però chiaramente dai commi 3 e 4 dello stesso art. 4 del regolamento che fanno riferimento, rispettivamente, alla liquidazione coatta e alla sospensione dei pagamenti disposta nell'ambito dell'amministrazione straordinaria.

Secondo il primo periodo del comma 1 dell'art. 4 del Regolamento: “*La garanzia prestata dalla società cessionaria nei confronti dei portatori delle obbligazioni bancarie garantite, nei limiti del patrimonio separato è irrevocabile, a prima richiesta, incondizionata ed autonoma rispetto alle obbligazioni assunte dalla banca emittente.*”. Queste quattro qualificazioni (operate con tre aggettivi ed una perifrasi) vengono poi rafforzate dalla mancata applicazione, alla garanzia stessa, di una serie di norme in materia di fideiussione. Ne risulta un sistema abbastanza chiaro (anche se leggermente ridondante) in quelli che sono gli obiettivi del legislatore secondario e i tratti indefettibile della garanzia ma nello stesso tempo sufficientemente elastico dato che evita di ingabbiare la garanzia stessa in uno schema rigido, come avviene invece in altri settori dell'ordinamento.

Il Regolamento definisce innanzitutto chi deve prestare la garanzia (la società cessionaria), chi sono i suoi destinatari (i portatori dei c.b.) e quale sia il suo oggetto ed i suoi limiti (il patrimonio separato). È importante quindi comprendere come la garanzia

non venga parametrata al valore dei c.b. in circolazione ma a quello del *pool* di *asset* ceduti al veicolo. Se il rapporto massimo fra le obbligazioni garantite e le attività cedute – che l’art. 3 del Regolamento chiede sia mantenuto: “*in via continuativa, per l’intera durata dell’operazione* - è stato, anche nell’effettività, rispettato (come dovrebbe) i portatori delle obbligazioni troveranno soddisfazione integrale anche nell’ipotesi (in verità piuttosto remota) di *default* della banca emittente. In tal caso anche il veicolo potrà tuttavia chiudere l’operazione in modo bilanciato atteso che la realizzazione degli *asset* ceduti dovrebbe coprire integralmente quanto corrisposto dal veicolo stesso per soddisfare i portatori dei c.b. In ultima analisi, è il veicolo che sopporta quindi sia il rischio di oscillazione dei valori degli *asset* ceduti (oscillazione che potrebbe essergli sia sfavorevole che sfavorevole) che i costi di transazione relativi alla liquidazione del patrimonio separato ed alla sua conversione in numerario.

Il fatto che la garanzia debba essere rapportata al valore del patrimonio separato e non a quello dei c.b. in circolazione (che dovrebbe essere fisiologicamente inferiore al primo) dà conto della circostanza che fra le norme codicistiche in materia di fideiussione che il contratto autonomo prestato dal veicolo deve necessariamente derogare figurano l’art. 1941, comma 1, secondo il quale: “*La fideiussione non può eccedere ciò che è dovuto dal debitore, né può essere prestata a condizioni più onerose.*”.

La garanzia prestata dal veicolo deve essere innanzitutto “*irrevocabile*”: ciò significa che essa non può essere fatta cessare per volontà del veicolo per tutta la durata del prestito la quale ben può costituire invece il termine di validità della garanzia stessa.

La garanzia deve poi essere “*a prima richiesta*” formula di solito intesa ad eludere la possibilità che il garante possa opporre eccezioni di sorta o dilazionare il pagamento anche, se ovviamente, dovrà pur sempre essersi verificato l’inadempimento della banca che, come si è visto, troverà riscontro in un provvedimento dell’autorità di controllo e/o di quella giudiziaria.

La garanzia deve essere inoltre “*incondizionata*”, termine questo che va inteso sia nel suo significato tecnico (cioè non sottoposta a condizione alcuna, né sospensiva né risolutiva) che come rafforzativo del concetto di “*immediatamente escutibile*” (o “*a prima richiesta*”) nel senso che per la sua attivazione i creditori non sono tenuti a fornire prove o attestazioni particolari. Graverà quindi sul garante l’onere di dimostrare che i presupposti per l’attivazione della garanzia stessa (liquidazione coatta o sospensione dei pagamenti nell’ambito dell’amministrazione straordinaria) non si sono, in realtà, verificati (82).

Ma la caratteristica saliente della garanzia è che essa deve essere “*autonoma rispetto alle obbligazioni assunte dalla banca emittente*”, nel duplice aspetto che la sua validità prescinde dalla validità delle obbligazioni garantite (d’onde la necessità di prevedere nei contratti la non applicazione dell’art. 1939 cod. civ.) e che la società cessionaria garante non può opporre ai portatori dei c.b. le eccezioni che sarebbero spettate alla banca emittente (d’onde la necessità di prevedere nei contratti la non applicazione dell’art. 1945 cod. civ.), anche se, trattandosi di crediti rappresentati da obbligazioni, si fa fatica ad immaginare quali potrebbero essere tali eccezioni. È tale tratto della garanzia prestata

(82) Secondo la S.C., infatti, nel contratto autonomo di garanzia: “*deve altresì escludersi, se la richiesta nei confronti del garante sia fondata sull’inadempimento dell’obbligazione principale, l’onere del creditore di allegare e provare le specifiche inadempienze del debitore principale: è invece il garante che per escludere la propria responsabilità deve fornire la prova certa e incontestata dell’esatto adempimento da parte del garantito.*” (Cass., III, 21 aprile 1999, n. 3964).

dal veicolo che fa di essa un *garantievertrag* al quale saranno applicabili tutti i principi elaborati in materia dalla giurisprudenza (83).

Meno chiara è la portata pratica della previsione di non applicabilità al contratto (*recitius*, che il contratto deve prevedere che non sia applichino) degli artt. 1955 e 1956 cod. civ., che riguardano, rispettivamente, la liberazione del fideiussore quando la sua surrogazione nei diritti del creditore non possa avvenire per il fatto di quest'ultimo e la liberazione del fideiussore di un'obbligazione futura quando il creditore ha fatto credito al terzo, senza speciale autorizzazione del fideiussore, pur conoscendo il deterioramento delle condizioni patrimoniali del sovvenuto. La previsione che il contratto autonomo di garanzia debba contenere l'esclusione dall'applicazione di dette disposizioni sembra rispondere più alla volontà di allinearsi alla prassi esistente in materia di *garantievertrag* che a un'esigenza concreta di non applicazione di dette disposizioni alla fattispecie dei c.b.

Quanto all'art. 1955 cod. civ., rimane abbastanza difficile immaginare un comportamento del portatore dell'obbligazione garantita che impedisca la surrogazione del veicolo nelle sue ragioni, dato che l'evento che fa scattare la garanzia è il *default* della banca al quale segue pressoché automaticamente il subentro del veicolo nell'obbligazione. Anche per l'art. 1956 appare improbabile un'applicazione allo schema dei c.b. dato che, in esso, la prestazione della garanzia è pressoché contestuale all'emissione dei titoli i quali rappresentano un'obbligazione attuale (ancorché non ancora scaduta) e non già futura.

Più comprensibile è, invece, la previsione secondo la quale il contratto autonomo di garanzia deve escludere l'applicabilità dell'art. 1957 cod. civ. secondo il quale il fideiussore rimane obbligato anche dopo la scadenza dell'obbligazione principale purché il creditore abbia proposto le sue istanze contro il debitore entro sei mesi e le abbia continuate con diligenza. L'esonero dall'applicazione di questa disposizione va, con tutta probabilità, spiegato con il fatto che è la liquidazione coatta della banca (o la sospensione dei pagamenti) che fa scattare la garanzia senza tuttavia produrre, come si vedrà fra breve, l'effetto della scadenza anticipata dell'obbligazione che altrimenti si produrrebbe ex art. 55, comma 2 l.f.

Il comma 2 dell'art. 4 del Regolamento prevede infatti che: "*In caso di inadempimento da parte della banca emittente nei confronti dei portatori delle obbligazioni bancarie garantite, la società cessionaria provvede all'adempimento nei termini ed alle condizioni originariamente convenuti, nei limiti del patrimonio separato. Gli effetti, in capo alla banca emittente, della decadenza del beneficio del termine di cui all'articolo 1186 del codice civile, anche derivanti da eventi contrattualmente previsti, non si estendono in capo alla società cessionaria in relazione alla garanzia rilasciata dalla medesima.*". Si tratta di una disposizione fondamentale che ha lo scopo di impedire la scadenza anticipata delle obbligazioni (che altrimenti si produrrebbe per effetto dell'art. 55, comma 2 l.f.) consentendo al veicolo di subentrare nelle obbligazioni della banca portando avanti il medesimo piano di ammortamento. La mancata accelerazione del de-

(83) Anche secondo la s.c.: "*La caratteristica principale che distingue il contratto autonomo di garanzia dalla fideiussione è costituita dall'assenza dell'elemento dell'accessorietà della garanzia, per cui il garante si impegna a pagare al creditore senza la possibilità di opporre le eccezioni che spettano al debitore principale, in deroga alla regola essenziale della fideiussione posta dall'art. 1945 cod. civ.*" (Cass., III, 20 luglio 2002, n. 10637; ID., 31 luglio 2002, n. 11368). Per l'impossibilità, nei contratti autonomi di garanzia, di porre eccezioni in ordine alle vicende del rapporto principale, inclusa la sua estinzione: Cass., III, 21 aprile 1999, n. 3964.

bito derivante dalle obbligazioni consentirà quindi di mantenere le originarie scadenze anche degli *asset* ceduti a garanzia.

Per effetto di questa disposizione il veicolo, in caso di insolvenza della banca emittente (che lo si ripete va collegata esclusivamente alla liquidazione coatta e alla sospensione dei pagamenti), subentra automaticamente nel lato passivo del rapporto derivante dall'emissione delle obbligazioni *“nei termini ed alle condizioni originariamente convenuti, nei limiti del patrimonio separato”*. Essa realizza quindi la piena insensibilità dei portatori di c.b. al *default* dell'emittente. La scadenza anticipata delle obbligazioni non può infatti aver luogo né in seguito al provvedimento di liquidazione coatta né per eventuali altri interventi *“contrattualmente previsti”* i quali *“non si estendono in capo alla società cessionaria in relazione alla garanzia rilasciata dalla medesima.”*.

Il concetto del subentro automatico della società veicolo nel lato passivo del rapporto in caso di insolvenza della banca emittente e della sua surrogazione nei diritti dei portatori dei titoli è ribadito e chiarito dal comma 3 dell'art. 4 del Regolamento, secondo il quale: *“In caso di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente, la società cessionaria provvede in via esclusiva, nei limiti del patrimonio separato, all'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei portatori dei titoli nei termini e alle condizioni originariamente convenuti. La società cessionaria subentra nei diritti dei portatori dei titoli verso la banca in liquidazione ed esercita tali diritti secondo la disciplina applicabile a quest'ultima. Le somme rivenienti dall'esercizio di tali diritti sono ricomprese a tutti gli effetti nel patrimonio separato.”*.

Qui la disposizione è chiara nel ricondurre il subentro dello SPV nelle obbligazioni al provvedimento di liquidazione coatta. Va tuttavia notato come l'emanazione di quest'ultimo non sempre produca la sostituzione del veicolo alla banca nell'adempimento degli obblighi derivanti dall'emissione dei c.b. Deve infatti ritenersi che, qualora sia disposta la continuazione dell'esercizio dell'impresa all'atto dell'insediamento degli organi della liquidazione ed entro tre giorni dall'emanazione del provvedimento ai sensi del combinato disposto degli artt. 90, comma 3, 2° per. e 83, comma 1 t.u.b., tale effetto non si produca, dato che la banca continua a rispondere di tutte le sue obbligazioni. In questo caso non si producono gli effetti fallimentari tipici, fra i quali lo scioglimento di diritto dei rapporti giuridici preesistenti. Allo stesso modo, qualora, come spesso avviene, alla continuazione dell'esercizio dell'impresa segua la cessione delle attività e passività ad altra banca solvente (ed in effetti la continuazione è spesso funzionale alla cessione), quest'ultima dovrebbe subentrare anche negli obblighi assunti dall'emittente nei confronti dei portatori dei c.b. Sembra tuttavia possibile anche escludere i c.b. dalla cessione delle attività e passività effettuata in sede di liquidazione coatta, cosa che avverrà, ad esempio, qualora la cessionaria non abbia i requisiti patrimoniali e prudenziali per subentrare nelle obbligazioni garantite. In tal caso si verificherà quindi la sostituzione dello SPV alla banca emittente previsto dalla disposizione che si commenta.

Che lo SPV subentri nel lato passivo del rapporto *“in via esclusiva”* vuol dire che la liquidazione coatta della banca non deve iscrivere al passivo i portatori dei titoli ma solo il veicolo, per gli importi da esso via via corrisposti agli obbligazionisti. Va tuttavia tenuto presente che al passivo del bilancio del veicolo (e quindi all'attivo della procedura) sarà iscritto anche il prestito subordinato erogato dalla banca al veicolo per l'acquisto degli *asset* ceduti a quest'ultimo e costituenti il patrimonio separato. Dal punto di vista contabile, quindi, a seguito della surrogazione del veicolo nei diritti dei portatori dei titoli nei confronti della procedura, quest'ultimo registrerà: al proprio attivo i crediti ceduti

a garanzia e il credito verso la procedura; al passivo le obbligazioni garantite e il debito verso la procedura derivante dal prestito subordinato ricevuto.

Il comma 4 dell'art. 4 del Regolamento prevede, infine, l'ipotesi che sia disposta la sospensione dei pagamenti nel corso dell'amministrazione straordinaria nel qual caso il veicolo provvede all'adempimento delle obbligazioni che vengono a scadenza nel corso del periodo di sospensione ed esercita il regresso per le somme pagate nei confronti della banca.

9. Il trattamento prudenziale e i controlli.

Dei requisiti che le banche devono possedere per poter emettere i c.b. si è già detto (84). Va ora rammentato come le Disposizioni di vigilanza prevedano dei limiti prudenziali all'emissione dei c.b. che, come risulta dalla premessa (Sez. I, par. 1), sono posti: "A tutela dei creditori della banca diversi dagli obbligazionisti garantiti, in primis dei depositanti". Dato che la cessione effettuata a fronte dell'emissione dei c.b. sottrae attivi di qualità primaria alla garanzia dei i creditori non garantiti della banca, è previsto che l'ammontare delle attività oggetto di cessione non possa superare determinate soglie variabili a seconda del livello di adeguatezza patrimoniale della banca e parametrize sul totale degli attivi idonei (85).

In particolare vengono fissate soglie differenziate in funzione del coefficiente patrimoniale complessivo e del *Tier 1 ratio* a livello consolidato. Il "coefficiente patrimoniale complessivo" è rappresentato dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza (comprensivo dei prestiti subordinati di 3° livello computabili) (86) e le attività di rischio ponderate (87) e fornisce la misura dell'adeguatezza del complessivo patrimonio di vigilanza della banca rispetto alla rischiosità del suo attivo, rappresentata dalle attività di rischio ponderate.

(84) Cfr. *supra*, par. 3.

(85) Secondo F. AGO e A. PORTOLANO, nel loro intervento al Convegno ABI del 7.6.2007: "The issue of covered bonds creates a situation of structural subordinations of the bank's other creditors vis-à-vis the covered bondholders".

(86) Cfr. Titolo I, Cap. 2, delle *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*.

(87) Le attività di rischio ponderate sono calcolate moltiplicando il requisito patrimoniale complessivo per 12,5, pari al reciproco di 8 (Disposizioni di vigilanza, sez. I, par. 3). Tale operazione si rende necessaria per esprimere in termini di "attività di rischio ponderate" grandezze che rappresentano requisiti patrimoniali. Un esempio può aiutare a comprendere meglio. Come noto, in base alla previgente disciplina sul coefficiente di solvibilità le banche erano tenute a detenere un patrimonio di vigilanza per un ammontare pari almeno all'8 per cento delle attività di rischio ponderate. A sua volta, tale aggregato veniva costruito applicando al valore nominale delle attività di rischio detenute nel portafoglio immobilizzato specifici coefficienti di ponderazione che approssimavano il rischio di *default* della controparte (ad es., i crediti verso lo Stato ricevevano una ponderazione dello 0%, quelli verso banche o enti territoriali del 20%) o la rischiosità intrinseca di una determinata linea di credito (i finanziamenti garantiti da ipoteca su immobili residenziali venivano ponderati al 50%). La disciplina sui rischi di mercato nonché le nuove regole per il calcolo del requisito sul rischio di credito con i modelli interni (IRB) e per il calcolo del requisito a fronte dei rischi operativi conducono direttamente alla determinazione di un requisito patrimoniale in valore assoluto. Posto che, in via convenzionale, la regolamentazione prudenziale prevede che il requisito patrimoniale complessivo (dato dalla somma dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito, mercato e operativi) sia pari all'8% delle attività di rischio ponderate, occorre convertire in tale ultima grandezza i requisiti calcolati direttamente: ciò viene effettuato moltiplicando il valore assoluto del requisito per il reciproco di 8, cioè 12,5.

rate. In via generale, in base alla normativa di vigilanza, il coefficiente complessivo non può risultare inferiore all'8% delle attività di rischio ponderate (88).

Il secondo coefficiente preso in considerazione dalle Disposizioni di vigilanza sui c.b. è rappresentato dal "*Tier 1 ratio*", definito come il rapporto tra il patrimonio di base e le attività di rischio ponderate. Tale indicatore pone a confronto la componente più stabile del patrimonio della banca (capitale e riserve nonché, entro certi limiti, strumenti innovativi di capitale) (89) con il complesso delle attività di rischio ponderate. In linea generale esso non può mai risultare inferiore al 4%. Si tratta di un indicatore utilizzato anche dagli analisti di mercato e dalle società di *rating*, al quale viene dato specifico rilievo nell'ambito dell'informativa pubblica resa dalle banche la mercato. Ad esso ha fatto, tra l'altro, riferimento la Banca d'Italia nell'ambito di un'azione avviata dal 2001 per promuovere il rafforzamento del grado di patrimonializzazione del sistema mediante l'indicazione, ai 13 maggiori gruppi bancari, di coefficienti obiettivo superiori a quelli minimi e prossimi a quelli fatti generalmente registrare dalle principali banche estere. In particolare, in tale ambito sono stati fissati due valori obiettivo rapportati rispettivamente al patrimonio di qualità primaria (*Tier 1 ratio* pari al 6%) e al patrimonio di vigilanza complessivo (pari al 10%) (90).

I limiti quantitativi alla cedibilità degli attivi sono stati fissati in misura differenziata, in funzione diretta del livello dei due coefficienti sopra descritti. Le Disposizioni di vigilanza prevedono due diverse soglie in corrispondenza di intervalli dei richiamati coefficienti. In particolare il limite è fissato al:

- 25% degli attivi idonei per le banche che presentino un coefficiente complessivo compreso tra il 9,0% e il 10% e un *tier 1 ratio* maggiore del 6%;
- 60% degli attivi idonei qualora i due indicatori di adeguatezza patrimoniale si attestino rispettivamente tra il 10 e l'11% e sopra il 6,5%.

Le banche che presentino contestualmente un coefficiente complessivo superiore all'11% e un patrimonio di base superiore al 7% possono cedere attivi idonei senza limiti.

Le predette soglie di patrimonializzazione (coefficiente patrimoniale complessivo e *Tier 1 ratio*) indicate per ciascuna "fascia" devono essere rispettate congiuntamente; in caso contrario, si applica il limite indicato nella fascia inferiore (91). I limiti alla cessione, espressi in percentuale degli attivi idonei, sono riferiti al complesso delle operazioni

(88) Cfr. Titolo II, Cap. 6, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche". Per un'illustrazione sintetica delle linee guida della disciplina relativa all'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento si veda anche Banca d'Italia, *Relazione al Parlamento e al Governo 1996*, pag. 75.

(89) In base alle *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche* (Tit. I, cap. 1) le banche possono computare nel patrimonio di base strumenti innovativi di capitale entro il limite del 20% del patrimonio di base compresi gli strumenti stessi. Fermo restando il predetto limite complessivo gli strumenti caratterizzati dalla presenza di clausole di revisione automatica del tasso di interesse (cd. clausole di *step-up*) o di altre clausole atte ad incentivare il rimborso anticipato possono essere computati entro il più contenuto limite del 15%.

(90) Banca d'Italia, *Relazione al Parlamento e al Governo 1996*, cit., pag. 100.

(91) Ad esempio, un gruppo bancario che si colloca in fascia "b" per coefficiente patrimoniale complessivo (quindi, pari o superiore a 10,5 e inferiore a 11 per cento) e in fascia "c" per *Tier 1 ratio* (quindi, pari o superiore a 6 ma inferiore a 6,5 per cento) sarà soggetto ai limiti indicati nella fascia "c".

di emissione di c.b. effettuate da un gruppo bancario, ovvero da una banca non appartenente a un gruppo bancario (92).

La fissazione di limiti correlati al livello di patrimonializzazione della banca cedente persegue, come si è detto, una finalità di tutela dei creditori non garantiti e parte dalla constatazione che attraverso la segregazione di una quota dei propri attivi (tra l'altro quelli di migliore qualità) la banca diviene più rischiosa, in quanto si riducono gli effetti di attenuazione del rischio derivanti dalla diversificazione. In altre parole, per effetto della segregazione degli attivi idonei a favore degli obbligazionisti garantiti l'attivo "generale" della banca risulta più concentrato (su attivi di minore qualità, tra l'altro) e quindi maggiormente rischioso.

In tale prospettiva, tenuto conto che ad un maggior livello di patrimonializzazione corrisponde una minore probabilità di *default* della banca, la disciplina di vigilanza prevede un innalzamento dei limiti, sino a giungere alla loro rimozione, nei confronti di banche molto ben patrimonializzate.

Per quanto attiene al trattamento prudenziale applicabile ai *covered bonds* da parte delle banche italiane, le Disposizioni di vigilanza del 17 maggio 2007 fanno rinvio alla disciplina dettata dalle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" in attuazione di quanto previsto dalla normativa comunitaria (93). In particolare, le predette disposizioni prevedono un trattamento specifico per i c.b. acquistati dalle banche italiane in relazione sia al requisito patrimoniale a fronte dei rischi di credito e di mercato, sia ai fini della disciplina sulla concentrazione dei rischi.

Per quanto attiene al rischio di credito (nell'ipotesi quindi che i titoli della specie siano stati contabilizzati nel portafoglio bancario) le banche che utilizzano la metodologia standardizzata allocano i *covered bonds* acquistati nella specifica classe di attività delle "esposizioni sotto forma di obbligazioni bancarie garantite", alle quali si applica un fattore di ponderazione ridotto rispetto alle ordinarie esposizioni verso la medesima banca (94). In concreto, al momento attuale, mentre ad un'esposizione verso una banca italiana si applica un fattore di ponderazione del 20 per cento, un'obbligazione bancaria garantita può essere ponderata al 10 per cento (95).

Le motivazioni alla base di tale trattamento di favore – che nella sostanza conferma *mutatis mutandis* quanto prevedeva in via transitoria la direttiva 2000/12/CE (96) – sono

(92) Nell'intervento del vice Direttore generale della Banca d'Italia, G. CAROSIO, al *Convegno ABI sui Covered Bond* tenutosi a Roma il 7.6.2007, dal titolo *Le nuove Disposizioni di Vigilanza per i Covered Bond Italiani* (disponibile in www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/07062007/Carosio), si stima che la fissazione dei limiti alla cessione da parte delle Disposizioni di vigilanza porterebbe ad individuare in circa 180 miliardi di euro il totale degli attivi cedibili per emissione di c.b. da parte delle banche italiane.

(93) A differenza delle direttive comunitarie il Nuovo Accordo di Basilea (Basilea II) non prevede uno specifico trattamento per i *covered bonds*.

(94) Cfr. *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Titolo II, cap. 1, Parte Prima, sez. V.

(95) In base alle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" (Titolo II, cap. 1, Parte Prima, sez. III, par. 2) il trattamento prudenziale applicabile alle esposizioni verso banche dipende dal rating assegnato allo Stato ove le stesse sono insediate; in particolare, alle predette esposizioni si applica il fattore di ponderazione relativo alla classe di merito di credito immediatamente inferiore a quella dello Stato sovrano. Attualmente per le banche italiane tale fattore è quindi pari al venti per cento (zero per cento per lo Stato).

(96) Come si è visto, anche ai sensi della previgente direttiva ai c.b. poteva essere applicato un fattore di ponderazione del 10 per cento, dimezzato rispetto a quello applicabile alle esposizioni verso banche. La

state illustrate nel corso dei lavori di predisposizione della nuova normativa comunitaria in un apposito documento di consultazione (97). In tale sede i servizi della Commissione, pur dando atto dell'esistenza di profili che accomunano i *covered bonds* alle *tranche senior* di cartolarizzazione, concludevano che sotto il profilo della sostanza economica i titoli della specie possono essere considerati come esposizioni garantite verso la banca emittente.

Del pari, per le banche che saranno autorizzate al calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito con i modelli interni secondo l'approccio di base (IRB Foundation) potranno applicare alle esposizioni in *covered bonds* un parametro relativo alla perdita in caso di insolvenza (LGD) ridotto (12,5% anziché 45%) (98).

Il medesimo fattore di ponderazione ridotto si applica anche ai fini della disciplina sulla concentrazione dei rischi (99).

Un trattamento preferenziale viene previsto anche per le esposizioni in *covered bonds* allocate dalle banche nel "portafoglio di negoziazione a fini di vigilanza" ai fini del calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio specifico su titoli di debito (100). In particolare, la normativa di vigilanza prevede l'applicazione di un coefficiente di ponderazione variabile tra lo 0,25% e l'8% in funzione della ponderazione applicabile alla banca emittente e della durata dell'esposizione.

La previsione di un trattamento prudenziale vantaggioso dovrebbe costituire un incentivo per le banche ad investire in c.b. dato che questa forma di impiego comporterà sia un minor assorbimento di capitale ai fini prudenziali (aspetto questo maggiormente rilevante) che una maggior possibilità di investimento in strumenti finanziari di uno stes-

principale novità della nuova disciplina consiste nel fatto che, ove un'ordinaria esposizione verso la banca emittente fosse soggetta a un coefficiente di ponderazione più elevato, anche il trattamento dei c.b. sarebbe penalizzato (ad es., qualora l'esposizione verso la banca dovesse essere ponderata al 50 per cento, l'esposizione sotto forma di *covered bond* riceverebbe la ponderazione del 20 per cento).

(97) European Commission, *Working Paper of the Commission Services on the Treatment of Covered Bonds*, April 2003.

(98) La disciplina di vigilanza (Tit. II, cap. 1, Parte Seconda) prevede due distinti approcci IRB (di base e avanzato), che si differenziano in funzione dei parametri di rischio che possono essere stimati interamente dalle banche. Mentre le banche autorizzate all'utilizzo del metodo IRB di base possono stimare solamente la probabilità di insolvenza (PD - *Probability of default*), gli intermediari autorizzati all'uso del metodo avanzato possono stimare anche gli altri parametri di rischio richiesti ai fini dell'applicazione della formula regolamentare, e cioè l'entità dell'esposizione al momento dell'insolvenza (EAD - *Exposure at Default*), la durata economica residua dell'operazione (M - *Maturity*) e la perdita in caso di insolvenza (LGD - *Loss Given Default*). Per un'efficace illustrazione delle linee di fondo della disciplina relativa all'utilizzo delle metodologie IRB si veda G. BOCCUZZI, *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari 2006, 134 e ss.

(99) Cfr. Titolo V, Cap. 1, Sez. III e relativo Allegato A, delle *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*. Va poi rammentato che dette Disposizioni prevedono l'applicazione di una LGD ulteriormente ridotta (11,25%) se i c.b. rispettano determinate condizioni restrittive previste dalla direttiva: ad esempio, gli attivi verso Stato, enti pubblici e banche vincolati a garanzia devono rientrare nella classe di merito di credito I; i titoli ABS non superano il 10% del totale degli attivi a garanzia; non sono inclusi finanziamenti assistiti da garanzia reale su navi; i c.b. sono stati classificati da una agenzia di *rating* riconosciuta dalle Autorità di vigilanza nella migliore classe di merito di credito (cfr. *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale*, Titolo II, cap. 1, parte seconda, sez. Seconda, par. 1.2).

(100) *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Tit. II, cap. 4, parte seconda, sez. II, par. 2.2.1.

so emittente, atteso che il fattore di ponderazione ridotto rileva anche ai fini del calcolo dei limiti alla concentrazione dei rischi.

Per quanto riguarda il prestito subordinato concesso al veicolo per l'acquisto degli attivi ceduti e costituenti il patrimonio separato, occorre distinguere l'ipotesi in cui lo stesso sia stato erogato dalla stessa banca emittente e che cede gli attivi (come dovrebbe presumibilmente avvenire di norma), dalle ipotesi in cui diverse banche siano coinvolte nell'operazione. Nel primo caso, le disposizioni di vigilanza prevedono che la banca cedente "*mantiene il medesimo requisito patrimoniale che era tenuta ad osservare, prima della cessione, a fronte degli attivi ceduti*". Lo stesso trattamento prudenziale si applica qualora il finanziamento subordinato sia concesso da una banca diversa da quella emittente e/o cedente ma appartenente al medesimo gruppo (101).

Dal punto di vista sostanziale la banca (emittente/cedente/finanziatrice) rimane esposta al rischio delle attività poste a garanzia come se la cessione non fosse avvenuta: essa è, infatti, tenuta a reintegrare la garanzia qualora la qualità degli attivi si deteriori e il loro valore scenda al di sotto delle soglie fissate contrattualmente o dal regolamento. In definitiva il rimborso del prestito subordinato è legato alla *performance* del portafoglio di attivi a garanzia. Nella sostanza l'operazione realizza una segmentazione del passivo della banca, creando una categoria di creditori aventi una prelazione su una porzione di attivi, mentre non modifica il profilo di rischio complessivo della banca.

In tutti gli altri casi (presumibilmente meno frequenti, almeno nella fase di prima applicazione della normativa) la banca finanziatrice è, invece, tenuta a costituire un requisito patrimoniale pari al maggiore fra quello previsto per le attività cedute e quello risultante dalla ponderazione riferibile alla banca emittente.

In tali ipotesi, infatti, il rimborso (totale o parziale) del prestito è subordinato al verificarsi di due eventi: *a*) il mancato *default* della banca emittente; *b*) la *performance* del portafoglio di attivi a garanzia. Sotto il profilo sostanziale la banca finanziatrice assume il ruolo di venditrice di protezione nei confronti del veicolo e quindi, in definitiva, dei portatori dei *covered bonds* e la sua posizione può essere assimilata a quella dell'acquirente di una *credit linked note* della banca emittente il cui rimborso è legato all'andamento del portafoglio di attivi vincolati a garanzia dei *covered bonds*.

Uno specifico paragrafo delle Disposizioni di vigilanza (sez. II, par. 5) è dedicato all'individuazione dei profili di responsabilità per la partecipazione alle operazioni di emissione di *covered bonds* e ai controlli che debbono essere effettuati da parte dei diversi soggetti in esse coinvolti.

Le Disposizioni di vigilanza non prevedono interventi autorizzatori da parte della Banca d'Italia sulle operazioni; le decisioni connesse alla partecipazione a singole operazioni o a programmi di emissione competono esclusivamente agli organi aziendali delle banche coinvolte, i quali sono altresì tenuti alla predisposizione di un adeguato sistema di controlli.

Le norme di vigilanza individuano la motivazione alla base della previsione di particolari cautele nella circostanza che questo tipo di emissioni: "*comporta l'ingresso della banca emittente e, se diversa, quella cedente, in un nuovo mercato, connotato da un elevato grado di innovazione e di complessità operativa e giuridica*". Le Disposizioni di

(101) Disposizioni di vigilanza, sez. II, par. 5.

vigilanza elencano quindi una serie di fattori determinanti al fine di stabilire un sistema particolare di controlli: *a)* la sottrazione di attivi di elevata qualità creditizia, destinati in via prioritaria ai portatori delle obbligazioni garantite (quindi, come, si diceva l'esigenza di tutelare i depositanti); *b)* l'assunzione di impegni a controllare la qualità e il valore degli attivi ceduti nonché, occorrendo, a reintegrare gli attivi stessi per mantenere la garanzia dei portatori delle obbligazioni (come si è visto ordinariamente anche a seguito della cessione la banca resta esposta al rischio creditizio degli attivi ceduti e quindi rimane gravata dagli oneri organizzativi ad essi inerenti) (102); *c)* l'articolazione di rapporti contrattuali particolarmente complessi tra banca cedente, banca emittente, banca finanziatrice, società cessionaria; *d)* le esigenze di un'adeguata informazione ai sottoscrittori delle obbligazioni (quindi la trasparenza nei confronti del mercato); *e)* i flussi informativi nei confronti dell'Organo di vigilanza (la trasparenza verso l'autorità di controllo).

Particolare attenzione viene richiesta dalle Disposizioni per la valutazione dei profili giuridici dell'attività, che deve essere condotta sulla base di apposite relazioni di esperti, contenenti un'approfondita disamina delle strutture e degli schemi contrattuali impiegati, con particolare attenzione alle caratteristiche della garanzia prestata dalla società cessionaria e al complesso dei rapporti intercorrenti tra banca emittente, banca cedente, banca finanziatrice e società cessionaria.

La partecipazione ad un'operazione di emissione di c.b. integra i presupposti di applicazione della delibera del CICR del 23 marzo 2004, con la quale è stata disciplinata l'operatività delle banche in comparti connotati da un elevato grado di complessità e innovazione (103), la quale viene infatti richiamata tra le fonti normative.

In tale prospettiva, le Disposizioni di vigilanza richiedono, in primo luogo, che le decisioni connesse alla partecipazione alle singole operazioni (indipendentemente dal ruolo assunto dalla banca nell'operazione) siano precedute dall'individuazione e dall'attenta valutazione degli obiettivi perseguiti e dei rischi connessi, anche legali e reputazionali, nonché dalla definizione di adeguate procedure di controllo. Le operazioni stesse debbono essere sottoposte all'approvazione dell'organo con funzione di supervisione strategica della banca, corredate del parere dell'organo con funzione di controllo, il quale è chiamato a rendere un parere sulla conformità dell'operazione alle previsioni della legge, del regolamento e delle Disposizioni di vigilanza, nonché sull'impatto dell'operazione stessa sull'equilibrio economico-patrimoniale della banca.

In coerenza con l'applicazione a livello consolidato dei limiti all'emissione e tenuto conto della prevedibile rilevanza delle operazioni effettuate a livello di gruppo, particolare attenzione viene richiesta anche agli organi di vertice del gruppo bancario. Le stesse valutazioni devono quindi essere effettuate anche dagli organi della capogruppo delle banche emittenti e di quelle cedenti, i quali devono verificare anche i profili della coerenza con le scelte strategiche del gruppo nel suo complesso, della compatibilità con le condizioni di equilibrio gestionale delle singole componenti, dell'adeguatezza del sistema dei controlli interni a livello di gruppo.

(102) L'unica ipotesi in cui la banca cedente non rimane esposta al rischio delle attività cedute è quella in cui la stessa si limiti ad effettuare la cessione pura e semplice, senza assumere nel contempo alcun ruolo nell'operazione (emittente dei titoli o erogatrice del finanziamento subordinato).

(103) La citata delibera ha integrato la delibera del 2 agosto 1996, in materia di organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni, prevedendo che la Banca d'Italia possa *definire* condizioni minime per operare in comparti complessi e innovativi, con particolare riguardo ai requisiti di natura organizzativa e alle metodologie di valutazione dei profili di rischio (cfr. *Bollettino di vigilanza*, n. 3/2004, pag. 3).

Esigenza di tutela sia degli obbligazionisti garantiti che dei restanti creditori della banca sono alla base della previsione secondo cui le deliberazioni concernenti la cessione di attivi, tanto nella fase iniziale dell'operazione quanto per la successiva integrazione, devono essere assunte sulla base di apposite relazioni di stima degli attivi stessi, espresse da una società di revisione iscritta nell'albo speciale tenuto dalla CONSOB ai sensi dell'art. 161 T.U.F., nelle quali è anche attestato che i criteri di valutazione applicati sono conformi a quelli che la banca cedente è tenuta a osservare nella redazione del bilancio d'esercizio. In coerenza con la *ratio* della disposizione, volta a prevedere l'intervento di un soggetto terzo nella fase di valutazione degli attivi, le relazioni non sono richieste se la cessione è fatta ai valori di iscrizione nell'ultimo bilancio approvato della banca cedente ovvero nell'ultima situazione patrimoniale semestrale, su cui sia stato formulato un giudizio senza rilievi da parte di una società di revisione. In tali casi, infatti, dal momento che il vaglio del revisore esterno è già intervenuto nell'ambito delle attività di revisione contabile obbligatoria, è possibile tenere in maggior conto le considerazioni di economicità dell'operazione.

L'intervento di un soggetto terzo rispetto alla banca a tutela dei creditori (sia garantiti che non) è fortemente valorizzato anche nella fase del controllo sullo svolgimento dell'operazione.

Le strutture preposte al controllo sulla gestione dei rischi della banca emittente o del relativo gruppo bancario – alle quali viene richiesto di effettuare per ciascuna operazione verifiche con periodicità almeno semestrale circa la regolarità dell'operazione e l'integrità della garanzia (104) devono essere infatti affiancate da un soggetto esterno (“asset monitor”) incaricato dalla banca emittente: questo compito deve essere affidato a una società di revisione avente la professionalità necessaria in relazione ai compiti affidati e indipendente rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti partecipanti all'operazione.

L'esito dei controlli effettuati e le valutazioni sull'andamento delle operazioni devono essere portati a conoscenza della banca attraverso la predisposizione di un'apposita relazione annuale indirizzata anche al Collegio sindacale (o altro organo societario di controllo) della banca che ha conferito l'incarico.

L'intervento di un soggetto esterno – diverso dall'Autorità di vigilanza – è in qualche misura prefigurato dalla legge stessa, ove, al comma 6, dell'art. 7-bis, prevede che le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia disciplinino, tra l'altro, “*i controlli che le banche effettuano per il rispetto degli obblighi previsti (dalla legge), anche per il tramite di società di revisione allo scopo incaricate*”.

Va in proposito rammentato che, in virtù della deroga di cui all'art. 12.3 t.u.b., alle obbligazioni emesse dalle banche non si applica l'art. 2417 cod. civ. che prevede il rappresentante comune degli obbligazionisti di cui. Il legislatore ha ritenuto di confermare questa esclusione anche in relazione ai c.b., rimandando alla normativa secondaria la definizione in concreto dei compiti di controllo da attribuire ad un soggetto terzo (il cui ruolo appare tuttavia differente dal rappresentante degli obbligazionisti) e delle caratteri-

(104) Oltre ai compiti di controllo attribuiti in via generale (Cfr. Titolo IV, cap. 11), le *Disposizioni di vigilanza* sui c.b. richiedono l'effettuazione di specifici controlli sulle singole operazioni, volti a verificare: la qualità e l'integrità degli attivi ceduti a garanzia delle obbligazioni; il rispetto del rapporto massimo tra le obbligazioni garantite emesse e gli attivi ceduti a garanzia; l'osservanza dei limiti alla cessione e delle modalità di integrazione; l'effettività e l'adeguatezza della copertura dei rischi offerta dai contratti derivati eventualmente stipulati in relazione all'operazione (cfr. Sez. II, par. 5).

stiche di quest'ultimo, limitandosi a tale ultimo proposito a richiedere che si tratti di una società di revisione "all'uopo incaricata".

In coerenza con la previsione legislativa, le disposizioni di vigilanza precisano che si deve trattare di società iscritta nell'albo speciale tenuto dalla CONSOB ai sensi dell'art. 161 t.u.f., indipendente rispetto al soggetto incaricato del controllo contabile sulla banca emittente. Tale prescrizione contiene un ulteriore elemento che caratterizza il ruolo dell'*asset monitor*. Non solo deve trattarsi di un soggetto qualificato (società di revisione), ma deve anche essere diverso da quello incaricato della revisione contabile, ciò al fine di salvaguardarne il più possibile l'indipendenza e la terzietà, a miglior tutela delle ragioni degli obbligazionisti garantiti.

L'intervento di un soggetto esterno come l'*asset monitor* – figura del tutto nuova per il nostro ordinamento ma diffusa nelle principali esperienze estere – non fa peraltro venir meno gli obblighi e le responsabilità previsti dall'ordinamento per gli organi aziendali di controllo, così come si evince dal richiamo espresso delle previsioni contenute negli articoli 52 e 61, comma 5, del t.u.b. in capo ai soggetti che svolgono funzioni di controllo (105).

La funzione di revisione interna della banca emittente o del relativo gruppo bancario è infatti chiamata ad effettuare, almeno ogni 12 mesi, una completa verifica dei controlli svolti, anche avvalendosi delle informazioni ricevute e delle valutazioni espresse dall'*asset monitor*. I risultati di tali verifiche devono essere portati a conoscenza degli organi aziendali.

La delicatezza della funzione svolta dalla società cessionaria nel realizzare la separazione patrimoniale su cui si fonda in definitiva la garanzia dei portatori dei titoli e la constatazione che la stessa sarà tendenzialmente un soggetto "leggero" (quasi un mero "involucro" giuridico) contribuiscono a spiegare la previsione in capo alle banche e ai gruppi emittenti di specifici obblighi di controllo anche in relazione a profili attinenti la società cessionaria.

In primo luogo, le Disposizioni richiedono alle banche di valutare anche gli assetti organizzativi e gestionali della società cessionaria, verificando che siano adeguati ai compiti attribuiti alla stessa società. A tal fine si richiede esplicitamente l'inserimento nei contratti stipulati in relazione all'operazione di clausole atte ad assicurare un regolare ed efficiente svolgimento delle funzioni da parte della società cessionaria.

In secondo luogo, al fine di assicurare che la società cessionaria possa adempiere in modo ordinato e tempestivo gli obblighi discendenti dalla garanzia prestata, viene richiesto alle banche emittenti di fare ricorso a tecniche di *asset and liability management* idonee ad assicurare, anche mediante specifici controlli con periodicità almeno semestrale, un tendenziale equilibrio tra le scadenze dei flussi finanziari generati dagli attivi ceduti inclusi nel patrimonio separato della società cessionaria e le scadenze dei pagamenti dovuti dalla banca emittente in relazione alle obbligazioni garantite emesse e agli altri costi dell'operazione.

Le Disposizioni di vigilanza affrontano, infine, l'articolazione dei flussi informativi relativi all'operazione. Anche in questo caso la finalità della disciplina è quella di assicurare che la complessità della struttura dell'operazione non ne pregiudichi la corretta rappresentazione né agli organi delle banche coinvolte né alla Vigilanza.

(105) Cfr. *Istr. Vig.*, Titolo IV, Cap. 11, Sezione IV, par. 1.2.

In tale prospettiva le Disposizioni richiedono che i diversi soggetti partecipanti alle operazioni assumano impegni contrattuali tali da permettere alla banca emittente e alla banca cedente – ed eventualmente al diverso soggetto incaricato del *servicing* degli attivi ceduti – di disporre delle informazioni sulla titolarità e sull'andamento dei rapporti ceduti necessarie per lo svolgimento dei controlli previsti dalla disciplina di vigilanza nonché per l'adempimento degli obblighi segnaletici, ivi inclusi quelli connessi alla partecipazione al servizio di centralizzazione dei rischi creditizi (Centrale dei rischi).

APPENDICE

L. 30-4-1999, n. 130 – Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti.

Art. 1

(Ambito di applicazione e definizioni)

1. La presente legge si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono i seguenti requisiti:

- a) il cessionario sia una società prevista dall'articolo 3;
 - b) le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione.
- 2.** Nella presente legge si intende per «testo unico bancario» il decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni, recante il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.

Art. 2

(Programma dell'operazione)

1. I titoli di cui all'articolo 1 sono strumenti finanziari e agli stessi si applicano le disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

2. La società cessionaria o la società emittente i titoli, se diversa dalla società cessionaria, redige il prospetto informativo.

3. Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori professionali, il prospetto informativo contiene le seguenti indicazioni:

- a) il soggetto cedente, la società cessionaria, le caratteristiche dell'operazione, con riguardo sia ai crediti sia ai titoli emessi per finanziarla;
- b) i soggetti incaricati di curare l'emissione ed il collocamento dei titoli;
- c) i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento;
- d) le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati;
- e) 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;
- f) le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione;
- g) 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;
- h) 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;
- i) gli eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria.

4. Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi.
5. La Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, stabilisce i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria (1).
6. I servizi indicati nel comma 3, lettera c), del presente articolo sono svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, i quali verificano che le operazioni siano conformi alla legge ed al prospetto informativo.
7. Il prospetto informativo deve essere, a semplice richiesta, consegnato ai portatori dei titoli.

Art. 3

(Società per la cartolarizzazione dei crediti)

1. La società cessionaria, o la società emittente titoli se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti.
2. 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.
3. Alla società cessionaria e alla società emittente titoli si applicano le disposizioni contenute nel titolo V del testo unico bancario, ad esclusione dell'articolo 106, commi 2 e 3, lettere b) e c), nonché le corrispondenti norme sanzionatorie previste dal titolo VIII dello stesso testo unico.

Art.4

(Modalità ed efficacia della cessione)

1. Alle cessioni dei crediti poste in essere ai sensi della presente legge si applicano le disposizioni contenute nell'articolo 58, commi 2, 3 e 4, del testo unico bancario.
2. 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) Dalla stessa data la cessione dei crediti è opponibile:
 - a) agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore;
 - b) ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.
3. Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applica l'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni.
4. Per le operazioni di cartolarizzazione disciplinate dalla presente legge i termini di due anni e di un anno previsti dall'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni, sono ridotti, rispettivamente, a sei ed a tre mesi.

(1) Regolamento approvato con Delibera CONSOB 2.11.1999 (Gazz. Uff. 17 novembre 1999, n. 270).

Art. 5

(Titoli emessi a fronte dei crediti acquistati)

1. Ai titoli emessi dalla società cessionaria o dalla società emittente titoli, per finanziare l'acquisto dei crediti, si applicano gli articoli 129 e 143 del testo unico bancario.
2. 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.

Art.6

(Disposizioni fiscali e di bilancio)

1. Ai fini delle imposte sui redditi, ai titoli indicati nell'articolo 5 si applica lo stesso trattamento stabilito per obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani e per titoli similari, ivi compreso il trattamento previsto dal decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239.
2. Se la cessione ha per oggetto crediti derivanti dalle operazioni indicate negli articoli 15, 16 e 19 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 601, continuano ad applicarsi le agevolazioni previste nel citato articolo 15.
3. Le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti, sulle garanzie rilasciate al cessionario e sulle attività, diverse da quelle oggetto di cessione, poste a copertura delle operazioni di cartolarizzazione, nonché gli accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie rilasciate al cessionario, possono essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali, se relativi a contratti di cartolarizzazione stipulati entro due anni dalla data di entrata in vigore della presente legge; essi vanno imputati sul conto economico in quote costanti nell'esercizio in cui si sono registrati la diminuzione di valore o gli accantonamenti e nei quattro successivi. Delle operazioni di cartolarizzazione, delle eventuali diminuzioni di valore e degli accantonamenti non ancora inclusi nel conto economico occorre fornire indicazione nella nota integrativa di bilancio.
4. Nelle ipotesi di cui al comma 3, le diminuzioni di valore ivi previste concorrono alla determinazione del reddito di impresa negli esercizi in cui sono iscritte al conto economico.
5. Alle minori entrate derivanti dal presente articolo, pari a lire 300 milioni annue per ciascuno degli anni dal 1999 al 2005, si provvede, per gli anni 1999, 2000 e 2001, mediante corrispondente riduzione dello stanziamento iscritto, ai fini del bilancio triennale 1999-2001, nell'ambito dell'unità previsionale di base di parte corrente «Fondo speciale» dello stato di previsione del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica per l'anno finanziario 1999, allo scopo parzialmente utilizzando l'accantonamento relativo al Ministero medesimo.
6. Il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica è autorizzato ad apportare, con propri decreti, le occorrenti variazioni di bilancio.

(Art. 7)

(Altre operazioni)

1. Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili:
 - a) 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;

b) alle cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

2. Nel caso di operazioni realizzate mediante erogazione di un finanziamento, i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti, rispettivamente, al soggetto finanziato e al soggetto finanziatore.

Art.7-bis

(Obbligazioni bancarie garantite)

1. Le disposizioni di cui all'articolo 3, commi 2 e 3, all'articolo 4 e all'articolo 6, comma 2, si applicano, salvo quanto specificato ai commi 2 e 3 del presente articolo, alle operazioni aventi ad oggetto le cessioni di crediti fondiari e ipotecari, di crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime, anche individuabili in blocco, nonché di titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura, effettuate da banche in favore di società il cui oggetto esclusivo sia l'acquisto di tali crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre.

2. I crediti ed i titoli acquistati dalla società di cui al comma 1 e le somme corrisposte dai relativi debitori sono destinati al soddisfacimento dei diritti, anche ai sensi dell'articolo 1180 del codice civile, dei portatori delle obbligazioni di cui al comma 1 e delle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti e degli altri contratti accessori, nonché al pagamento degli altri costi dell'operazione, in via prioritaria rispetto al rimborso dei finanziamenti di cui al comma 1.

3. Le disposizioni di cui agli articoli 3, comma 2, e 4, comma 2, si applicano a beneficio dei soggetti di cui al comma 2 del presente articolo. A tali fini, per portatori di titoli devono intendersi i portatori delle obbligazioni di cui al comma 1.

4. Alle cessioni di cui al comma 1 non si applicano gli articoli 69 e 70 del regio decreto 18 novembre 1923, n. 2440. Dell'affidamento o trasferimento delle funzioni di cui all'articolo 2, comma 3, lettera c), a soggetti diversi dalla banca cedente, è dato avviso mediante pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale nonché comunicazione mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento alle pubbliche amministrazioni debentrici. Ai finanziamenti concessi alle società di cui al comma 1 e alla garanzia prestata dalle medesime società si applica l'articolo 67, quarto comma, del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni.

5. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento emanato ai sensi della legge 23 agosto 1988, n. 400, sentita la Banca d'Italia, adotta disposizioni di attuazione del presente articolo aventi ad oggetto, in particolare, il rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute, la tipologia di tali attività e di quelle, dagli equivalenti profili di rischio, utilizzabili per la loro successiva integrazione, nonché le caratteristiche della garanzia di cui al comma 1 (2).

6. Ai sensi dell'articolo 53 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni, sono emanate disposizioni di attuazione del presente articolo. Tali disposizioni disciplinano anche i requisiti delle banche emittenti, i criteri che le banche cedenti adottano per la valutazione dei crediti e dei titoli ceduti e le relative modalità di integrazione, nonché i controlli che le banche effettuano per il ri-

(2) Regolamento emanato con il D.M. 14.12.2006, n. 310, edito *infra* in questa *Appendice*.

spetto degli obblighi previsti dal presente articolo, anche per il tramite di società di revisione allo scopo incaricate (3).

7. Ogni imposta e tassa è dovuta considerando le operazioni di cui al comma 1 come non effettuate e i crediti e i titoli che hanno formato oggetto di cessione come iscritti nel bilancio della banca cedente, se per le cessioni è pagato un corrispettivo pari all'ultimo valore di iscrizione in bilancio dei crediti e dei titoli, e il finanziamento di cui al comma 1 è concesso o garantito dalla medesima banca cedente.

Art. 7-ter.
(*Norme applicabili*)

Alla costituzione di patrimoni destinati aventi ad oggetto i crediti ed i titoli di cui all'articolo 7-bis, comma 1, e alla destinazione dei relativi proventi, effettuate ai sensi dell'articolo 2447-bis del codice civile, per garantire i diritti dei portatori delle obbligazioni emesse da banche di cui all'articolo 7-bis, comma 1, si applicano le disposizioni di cui all'articolo 7-bis, commi 5 e 6.

(3) Cfr. Disposizioni di vigilanza del 17.5.2007 edite *infra* in questa *Appendice*.

Consiglio di Stato
Sezione Consultiva per gli Atti Normativi

Adunanza del 25 luglio 2006

N. della Sezione: 3156/2006

OGGETTO: MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE – Schema di regolamento di attuazione dell'art. 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite.

La Sezione

Vista la relazione trasmessa con nota prot. n. ACG/7/DGT/8435 del 17 luglio 2006, con la quale il Ministero dell'economia e delle finanze chiede il parere del Consiglio di Stato in merito allo schema di regolamento indicato in oggetto;

Esaminati gli atti e udito il relatore ed estensore Consigliere Giuseppe Roxas;

PREMESSO

L'articolo 2, comma 4-ter, del decreto legge 14 marzo 2005, n. 35, nel testo integrato della legge di conversione 14 maggio 2005, n. 80, ha introdotto nella legge sulla cartolarizzazione dei crediti (legge 30 aprile 1999, n. 130) l'articolo 7-bis, al fine di disciplinare le obbligazioni bancarie garantite.

Rileva l'Amministrazione come tali obbligazioni, già note ad altri Paesi dell'Unione Europea, per le loro caratteristiche di solvibilità godono di un trattamento prudenziale favorevole, che si estrinseca in alcuni vantaggi regolamentari; le possibilità di impiego per le operazioni pronti contro termine della Banca Centrale Europea e quella di spuntare tassi di interesse più bassi in sede di collocamento rende tale strumento di raccolta fondi particolarmente appetito dagli istituti bancari nazionali, che vedono in tal modo eliminata una posizione di svantaggio rispetto alle banche comunitarie.

Il citato art. 7-bis, al comma 5, prevede che, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, sono adottate le disposizioni di attuazione aventi ad oggetto, in particolare, *“il rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute, la tipologia di tali attività e di quelle, degli equivalenti profili di rischio, utilizzabili per la loro successiva integrazione, nonché le caratteristiche della garanzia”* per le obbligazioni in questione.

In ottemperanza a tale disposizione è stato predisposto lo schema di regolamento in esame, che si compone di sei articoli e sul quale è stato acquisito il parere della Banca d'Italia.

CONSIDERATO

Osserva la Sezione che, per quanto concerne l'impostazione generale, lo schema trasmesso appare coerente con l'autorizzazione all'esercizio del potere regolamentare recata dall'art. 7-bis della legge n. 130 del 1999.

Va peraltro considerato come le disposizioni regolamentari in esame trovino sostegno nella coerenza con la disciplina prudenziale di matrice comunitaria.

Sotto quest'ultimo profilo, sembra assumere rilievo la precisa configurazione dell'assetto regolamentare delle società cessionarie degli attivi a garanzia delle obbligazioni bancarie garantite (le c.d. società *“veicolo”*) onde definire chiaramente le caratteristiche della vigilanza e dell'intervento regolatore della Banca d'Italia.

Quest'ultima, nel proprio parere, mette in luce la possibile varietà della configurazione della società veicolo e la diversa estensione delle funzioni che è chiamata a svolgere, con la conseguenza di non poter ritenere specificamente applicabile a tutte le società della specie le disposizioni di cui all'art. 107 del d.lgs. n. 385 del 1993.

Sorgono pertanto perplessità in ordine alla qualità e al fondamento dell'attività di vigilanza, acuite dal richiamo specifico che ne viene effettuato all'art. 4 dello schema in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente, richiamo che potrebbe essere inteso come necessitato in coerenza della sussistenza delle prerogative normalmente esercitate dalla Banca d'Italia.

Né appare priva di rilievo la necessità del raccordo della disciplina proposta con la estensione ai crediti bancari nei confronti di imprese facenti parte dei distretti (recata dalla legge finanziaria 2006) atteso che, come sopra osservato, i vantaggi regolamentari si connettono, ai sensi della disciplina comunitaria, ai crediti ammessi al trattamento prudenziale dei *covered bonds*, tra i quali non sembra rientrano le obbligazioni garantite da tali tipologie di attivi.

Stante quanto sopra, ritiene il Collegio che si renda necessario, ai fini dell'espressione del definitivo parere, che l'Amministrazione fornisca specifici chiarimenti sulla illustrata situazione.

P.Q.M.

Sospende il parere in attesa del richiesto adempimento.

Visto
Il Presidente della Sezione
(Luigi Cossu)

Per estratto dal Verbale
Il Segretario dell'Adunanza
(Pasquale Cucchi)

Consiglio di Stato
Sezione Consultiva per gli Atti Normativi
Adunanza del 23 ottobre 2006

N. della Sezione: 3156/2006

OGGETTO: MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE – Schema di regolamento di attuazione dell'art. 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite.

La Sezione

Vista la relazione trasmessa con nota prot. n. ACG/7/DGT/8435 del 17 luglio 2006, con la quale il Ministero dell'economia e delle finanze chiede il parere del Consiglio di Stato in merito allo schema di regolamento indicato in oggetto;

Visto il proprio parere interlocutorio reso nell'adunanza del 25 luglio 2006 ed il relativo adempimento dell'Amministrazione;

Visto il nuovo testo di regolamento trasmesso dal Ministero dell'economia e delle finanze con nota del 5 ottobre 2006;

Esaminati gli atti e udito il relatore ed estensore Consigliere Giuseppe Roxas;

PREMESSO

L'art. 2, comma 4-ter, del decreto legge 14 marzo 2005, n. 35, nel testo integrato dalla legge di conversione 14 maggio 2005, n. 80, ha introdotto nella legge sulla cartolarizzazione dei crediti (legge 30 aprile 1999, n. 130) l'articolo 7-bis, al fine di disciplinare le obbligazioni bancarie garantite.

Il citato art. 7-bis, al comma 5, prevede che, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, sono adottate le disposizioni di attuazione, aventi ad oggetto, in particolare, *“il rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute, la tipologia di tali attività e di quelle, degli equivalenti profili di rischio, utilizzabili per la loro successiva integrazione, nonché le caratteristiche della garanzia”*.

In ottemperanza a tale disposizione era stato predisposto uno schema di regolamento, in ordine al quale la Sezione, con parere interlocutorio reso nell'Adunanza del 25 luglio 2006, aveva segnalato, in particolare, la necessità di chiarimenti relativamente alle caratteristiche della vigilanza della Banca d'Italia nei confronti delle *“società veicolo”* in caso di liquidazione coatta della società emittente (art. 4, comma 3 dello schema) e ai possibili riflessi derivanti dall'estensione delle disposizioni in discorso ai crediti bancari nei confronti di imprese facenti parte dei distretti (operata dall'articolo unico, comma 368, lettera c), n. 3 della legge finanziaria 2006).

L'Amministrazione ha fornito i chiesti chiarimenti trasmettendo un nuovo testo dello schema, sul quale può procedersi all'espressione del definitivo parere.

CONSIDERATO

Il nuovo schema trasmesso per l'esame si compone, come il precedente, di sei articoli aventi la medesima rubricazione, e risulta aggiornato facendo diretto riferimento della direttiva n. 2006/48/CE (concernente i requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di investimento) del 14 giugno 2006, la cui pubblicazione è intervenuta *medio tempore*.

Va peraltro rilevato come, tenuto conto delle autorizzazioni recate dal ripetuto art. 7-bis in tema regolamentare, l'intitolazione del regolamento debba essere correttamente espressa come *“Disposizioni di attuazione di cui al comma 5 dell'art. 7-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite”*.

Per quanto concerne la previsione di una vigilanza della Banca d'Italia sull'esercizio dei portatori dei titoli in caso di procedure di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente da parte della società veicolo, la nuova formulazione del comma 3 dell'articolo 4 dello schema prevede il carattere non innovativo della disposizione, attraverso il richiamo dei limiti recati dal Testo Unico Bancario sui poteri della Banca d'Italia.

La formulazione è condivisibile, restando tuttavia impregiudicate, come rileva l'Amministrazione, le questioni in ordine agli obblighi di iscrizione delle società veicolo, che potranno essere oggetto di ulteriori chiarimenti in via amministrativa.

Quanto poi alle "obbligazioni di distretto", che costituiscono una nuova categoria non compresa nella tipologia di obbligazioni tassativamente previste dalla normativa comunitaria per l'applicazione di coefficienti prudenziali ridotti, si conviene con l'Amministrazione circa la non suscettibilità di regolamentazione dei titoli della specie nell'ambito del provvedimento in esame.

Infine, dal punto di vista formale, si segnala la necessità di introdurre nello schema le correzioni che seguono:

- nella intitolazione del decreto, dopo le parole "disposizioni di attuazione" inserire le parole "di cui al comma 5".
- Nel preambolo la formula "Udito il parere del Consiglio di Stato, Sezione consultiva per gli atti normativi, espresso nell'adunanza del...." va correttamente espressa nei termini che seguono "Udito il parere del Consiglio di Stato, espresso dalla Sezione consultiva per gli atti normativi, nell'adunanza del....".
- Alla fine del preambolo l'espressione "Emana il seguente regolamento" va sostituita con "Adotta il seguente regolamento".
- All'articolo 1 le parole "Ai fini del presente decreto..." vanno precedute dall'indicazione del comma "1."; alla lettera a) l'abbreviato "art." va sostituito con "articolo"; l'espressione "legge n. 130 del 1999" va sostituita con "legge 30 aprile 1999, n. 130". La predetta legge va comunque indicata per esteso in questi termini in tutti i successivi articoli nei quali venga richiamata.
- All'articolo 3 le parole "Fatto salvo il rispetto dei limiti..." vanno precedute dall'indicazione del comma "1".
- All'articolo 4, comma 2, secondo periodo, dopo le parole "banca emittente" eliminare la virgola; al comma 3 l'ultimo periodo "Nei limiti dei poteri....presente comma" va scritto con i caratteri normali e non in corsivo.
- All'articolo 5 le parole "Nei confronti della società..." vanno precedute dall'indicazione del comma "1".
- All'articolo 6 le parole "Fino all'entrata in vigore..." vanno precedute dall'indicazione del comma "1".

P.Q.M.

Visto
Il Presidente della Sezione
(Luigi Cossu)

Per estratto dal Verbale
Il Segretario dell'Adunanza
(Massimo Meli)

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

DECRETO 14 DICEMBRE 2006, N. 310

Regolamento di attuazione dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite.

IL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

Vista la legge 30 aprile 1999, n. 130;

Visto in particolare, l'articolo 7-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130, introdotto dall'articolo 2, comma 4-ter del decreto-legge 14 marzo 2005, n. 35, convertito, con modificazioni, dalla legge 14 maggio 2005, n. 80, recante disposizioni in materia di obbligazioni bancarie garantite;

Visto il comma 5 dell'art. 7-bis, secondo il quale il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento emanato ai sensi della legge 23 agosto 1988, n. 400, sentita la Banca d'Italia, adotta disposizioni di attuazione aventi ad oggetto, in particolare, il rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute, la tipologia di tali attività e di quelle, dagli equivalenti profili di rischio, utilizzabili per la loro successiva integrazione, nonché le caratteristiche della garanzia concessa dalla società cessionaria;

Visto il decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, recante il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia;

Vista la Direttiva n. 2006/48/CE, del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione);

Visto il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 2 aprile 1999 recante determinazione dei requisiti patrimoniali relativi agli intermediari che svolgono attività di rilascio di garanzie;

Considerate le caratteristiche dell'attività svolta dalla società cessionaria;

Sentita la Banca d'Italia;

Udito il parere del Consiglio di Stato, espresso dalla Sezione consultiva per gli atti normativi nell'adunanza del 23 ottobre 2006.

Vista la comunicazione al Presidente del Consiglio dei Ministri in data 4 dicembre 2006.

Adotta il seguente regolamento:

Art. 1.

Definizioni

- 1.** Ai fini del presente decreto si intende per:
 - a)* «obbligazioni bancarie garantite», i titoli emessi nell'ambito di operazioni disciplinate dall'art. 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130;
 - b)* «crediti ipotecari residenziali», i crediti garantiti da ipoteca su immobili destinati ad uso di abitazione, a condizione che l'immobile costituito in garanzia sia situato in uno Stato ammesso;
 - c)* «crediti ipotecari commerciali», i crediti garantiti da ipoteca su immobili destinati ad attività di commerciale o d'ufficio, a condizione che l'immobile costituito in garanzia sia situato in uno Stato ammesso;

- d) «societ à cessionaria», la societ à cessionaria di cui all'art. 7-bis, comma 1, della legge 30 aprile 1999, n. 130;
- e) «Stati ammessi», gli Stati appartenenti allo Spazio Economico Europeo e la Confederazione Elvetica;
- f) «patrimonio separato», il patrimonio della societ à cessionaria costituito dai crediti, dai titoli e dalle somme corrisposte dai relativi debitori ovvero dalle controparti dei contratti derivati ed accessori, nell'ambito di un'operazione di emissione di obbligazioni bancarie garantite;
- g) «disciplina prudenziale - metodo standardizzato», le norme che regolano il metodo standardizzato di determinazione dei requisiti patrimoniali delle banche a fronte del rischio di credito, di cui alla Direttiva 2006/48/CE;
- h) «garanzia valida ai fini della mitigazione del rischio di credito», la garanzia che consente di ridurre il requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito di una o più esposizioni secondo quanto previsto dalla direttiva 2006/48/CE.

Art. 2.

Attività cedibili

1. Nell'ambito delle operazioni di emissione di obbligazioni bancarie garantite possono essere cedute le seguenti categorie di attività e gli eventuali contratti accessori con finalità di copertura dei rischi finanziari insiti nelle medesime attività:

- a) crediti ipotecari residenziali, ove l'importo dei crediti in essere sommato al capitale residuo di eventuali precedenti finanziamenti ipotecari gravanti sullo stesso immobile, non ecceda l'80% del valore dell'immobile;
- b) crediti ipotecari commerciali, ove l'importo dei crediti in essere sommato al capitale residuo di eventuali precedenti finanziamenti ipotecari gravanti sullo stesso immobile, non ecceda il 60% del valore dell'immobile;
- c) crediti erogati agli enti di seguito indicati o garantiti dagli stessi con garanzia valida ai fini della mitigazione del rischio di credito e titoli emessi o garantiti nei medesimi termini:
 1. le amministrazioni pubbliche di Stati ammessi, ivi inclusi i Ministeri, gli enti pubblici territoriali, gli enti e gli altri organismi pubblici, nazionali o locali, ai quali si applichi un coefficiente di ponderazione del rischio non superiore al 20 per cento ai sensi della Disciplina prudenziale - metodo standardizzato;
 2. le amministrazioni, pubbliche di paesi diversi dagli Stati ammessi ai quali si applichi una ponderazione pari allo zero per cento ai sensi della Disciplina prudenziale-metodo standardizzato, gli enti pubblici territoriali e gli altri organismi pubblici non economici nazionali o locali di paesi diversi dagli Stati ammessi ai quali si applichi una ponderazione non superiore al 20 per cento ai sensi della Disciplina prudenziale - metodo standardizzato. Tali crediti e titoli possono essere ceduti nei limiti del 10 per cento del valore nominale delle attività a presenti nel patrimonio separato;
- d) titoli di cartolarizzazione che soddisfino i seguenti requisiti:
 1. i relativi crediti cartolarizzati siano costituiti, in misura non inferiore al 95 per cento, da crediti e da titoli di cui alle lettere a), b) e c) del presente articolo;
 2. siano soggetti ad una ponderazione del rischio non superiore al 20% ai sensi della Disciplina prudenziale - metodo standardizzato.

2. Per i crediti di cui alle lettere *a)* e *b)*, devono essere decorsi i termini per la revocatoria della costituzione dell'ipoteca, ai sensi dell'art. 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 e delle analoghe disposizioni contenute nelle leggi di altri Stati ammessi.
3. La successiva integrazione delle attività rientranti nel patrimonio separato, in ottemperanza alle disposizioni di cui all'art. 3, è effettuata con le modalità stabilite dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 7-bis, comma 6, della legge 30 aprile 1999, n. 130, mediante:
 1. la cessione di ulteriori attività rientranti nelle categorie di cui al comma 1;
 2. la costituzione di depositi presso banche aventi sede legale in uno Stato ammesso o in Stati ai quali si applichi la ponderazione dello zero per cento ai sensi della Disciplina prudenziale-metodo standardizzato;
 3. la cessione di titoli emessi dalle medesime banche con scadenza residua non superiore ad un anno.
 4. La successiva integrazione delle attività rientranti nel patrimonio separato, mediante le attività di cui ai numeri 2 e 3 del comma 3, può avvenire nei limiti del 15% del valore nominale delle attività facenti parte nel patrimonio separato.

Art. 3.

Rapporto massimo tra obbligazioni bancarie garantite e attività cedute

1. Fatto salvo il rispetto dei limiti stabiliti dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 7-bis, comma 6 della legge 30 aprile 1999, n. 130, la banca cedente e la banca emittente devono assicurare in via continuativa, per l'intera durata dell'operazione, che:
 1. il valore nominale complessivo delle attività facenti parte del patrimonio separato sia almeno pari al valore nominale delle obbligazioni bancarie garantite in essere;
 2. il valore attuale netto delle attività facenti parte del patrimonio separato, al netto di tutti i costi dell'operazione gravanti sulla società cessionaria, inclusi i costi attesi e gli oneri degli eventuali contratti derivati di copertura dei rischi finanziari stipulati in relazione all'operazione, sia almeno pari al valore attuale netto delle obbligazioni bancarie garantite in essere;
 3. gli interessi e gli altri proventi generati dalle attività facenti parte del patrimonio separato, al netto dei costi della società cessionaria, siano sufficienti a coprire gli interessi ed i costi dovuti dalla banca emittente sulle obbligazioni bancarie garantite in essere, tenuto conto degli eventuali contratti derivati di copertura dei rischi finanziari stipulati in relazione all'operazione.

Art. 4.

Caratteristiche della garanzia

1. La garanzia prestata dalla società cessionaria nei confronti dei portatori delle obbligazioni bancarie garantite, nei limiti del patrimonio separato, è irrevocabile, a prima richiesta, incondizionata ed autonoma rispetto alle obbligazioni assunte dalla banca emittente. A tale garanzia non si applicano le disposizioni degli articoli 1939 (Validità della fideiussione), 1941, comma 1 (Limiti della fideiussione), 1944, comma 2 (Escussione preventiva), 1945 (Eccezioni opponibili dal fideiussore), 1955 (Liberazione del fideiussore per fatto del creditore), 1956 (Liberazione del fideiussore per obbligazione futura) e 1957 (Scadenza dell'obbligazione principale) del codice civile.

2. In caso di inadempimento da parte della banca emittente nei confronti dei portatori delle obbligazioni bancarie garantite, la società cessionaria provvede all'adempimento nei termini ed alle condizioni originariamente convenuti, nei limiti del patrimonio separato. Gli effetti in capo alla banca emittente della decadenza dal beneficio del termine di cui all'art. 1186 del codice civile, anche derivanti da eventi contrattualmente previsti, non si estendono in capo alla società cessionaria in relazione alla garanzia rilasciata dalla medesima.
3. In caso di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente, la società cessionaria provvede in via esclusiva, nei limiti del patrimonio separato, all'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei portatori dei titoli nei termini ed alle condizioni originariamente convenuti. La società cessionaria esercita in via esclusiva i diritti dei portatori dei titoli nei confronti della banca in liquidazione secondo la disciplina applicabile a quest'ultima. Le somme rivenienti dall'esercizio di tali diritti sono comprese nel patrimonio separato. Nei limiti dei poteri attribuiti dal decreto legislativo 10 settembre 1993, n. 385, la Banca d'Italia vigila sulla corretta applicazione di quanto previsto dal presente comma.
4. In caso di sospensione dei pagamenti ai sensi dell'art. 74 del decreto legislativo 10 settembre 1993, n. 385, la società cessionaria provvede, nei limiti del patrimonio separato, all'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei portatori dei titoli limitatamente ai crediti scaduti ed esigibili nel corso del periodo di sospensione. Per le somme pagate la società cessionaria esercita il regresso nei confronti della banca.

Art. 5.

Esclusione

1. Nei confronti della società cessionaria non si applicano le disposizioni del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 2 aprile 1999, recante determinazione dei requisiti patrimoniali degli intermediari che svolgono attività di rilascio di garanzie.

Art. 6.

Disposizioni transitorie

1. Fino all'entrata in vigore delle norme di attuazione della Direttiva 2006/48/CE, le attività cedibili di cui all'art. 2, comma 1, lettere a), b) c) e d) sono individuate come segue:
 - a) crediti ipotecari residenziali soggetti ad una ponderazione del 50% secondo le norme sui requisiti patrimoniali delle banche emanate in attuazione della Direttiva 2000/12/CE;
 - b) crediti ipotecari commerciali, ove l'importo del credito in essere sommato al capitale residuo di eventuali precedenti finanziamenti ipotecari gravanti sullo stesso immobile, non ecceda il 60 per cento del valore dell'immobile;
 - c) crediti erogati agli enti di seguito indicati o garantiti dagli stessi e titoli emessi o garantiti nei medesimi termini: le amministrazioni pubbliche di Stati ammessi, ivi inclusi i Ministeri, gli enti pubblici territoriali, gli enti e gli altri organismi pubblici, nazionali o locali, ai quali si applichi una ponderazione non superiore al 20% secondo le norme sui requisiti patrimoniali delle banche emanate in attuazione della Direttiva 2000/12/CE;
 - d) titoli di cartolarizzazione che soddisfino i seguenti requisiti:
 1. il rimborso non è subordinato ad altri titoli emessi nell'ambito della medesima operazione;
 2. i relativi crediti cartolarizzati sono costituiti, in misura non inferiore al 95%, da crediti e da titoli di cui alle lettere a), b) e c) del presente articolo.

Il presente decreto, munito del sigillo dello Stato, sarà inserito nella raccolta ufficiale degli atti normativi della Repubblica italiana. È fatto obbligo a chiunque spetti di osservarlo e farlo osservare.

Roma, 14 dicembre 2006

Il Ministro: **PADOA-SCHIOPPA**

Visto, il Guardasigilli Mastella Registrato alla Corte dei conti il 19 gennaio 2007

Ufficio di controllo Ministeri economico-finanziari, registro n. 1 Economia e finanze, foglio n. 48.



Il Ministro dell'Economia e delle Finanze

Presidente del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio

SM

213

VISTO il decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni e integrazioni, recante il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB);

VISTO l'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti", introdotto dal decreto-legge 14 marzo 2005, n. 35, convertito con modificazioni dalla legge 14 maggio 2005, n. 80, e in particolare:

- il comma 1, che disciplina le operazioni aventi ad oggetto le cessioni di crediti fondiari e ipotecari, di crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime, anche individuabili in blocco, nonché di titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura, effettuate da banche in favore di società il cui oggetto esclusivo sia l'acquisto di tali crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre;
- il comma 2, in base al quale i crediti ed i titoli acquistati dalla società di cui al comma 1 e le somme corrisposte dai relativi debitori sono destinati al soddisfacimento dei diritti, anche ai sensi dell'articolo 1180 del codice civile, dei portatori delle obbligazioni di cui al comma 1 e delle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti e degli altri contratti accessori, nonché al pagamento degli altri costi dell'operazione, in via prioritaria rispetto al rimborso dei finanziamenti di cui al comma 1;

VISTO il comma 6 dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in base al quale sono emanate, ai sensi dell'articolo 53 del TUB, disposizioni di attuazione aventi a oggetto anche i requisiti delle banche emittenti, i criteri che le banche cedenti adottano per la valutazione dei crediti e dei titoli ceduti e le relative modalità di integrazione, nonché i controlli che le banche effettuano per il rispetto degli obblighi previsti dallo stesso articolo, anche per il tramite di società di revisione allo scopo incaricate;

VISTE, in particolare, le seguenti disposizioni del TUB:

- gli articoli 53, comma 1, e 67, comma 1, in base ai quali la Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, emana disposizioni aventi a oggetto, tra l'altro, l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni, rispettivamente, delle banche e dei gruppi bancari;

M



2.

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze
Presidente del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio

- l'articolo 12, comma 5, in base al quale la Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, disciplina l'emissione da parte delle banche di obbligazioni e di strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni;
- l'articolo 65, comma 1, che individua i soggetti inclusi nell'ambito della vigilanza consolidata;

VISTO il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 14 dicembre 2006, n. 310, emanato sentita la Banca d'Italia e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 31 gennaio 2007, con il quale sono state dettate le disposizioni di attuazione di cui al comma 5 dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, aventi a oggetto il rapporto massimo tra le obbligazioni oggetto di garanzia e le attività cedute, la tipologia di tali attività e di quelle, dagli equivalenti profili di rischio, utilizzabili per la loro successiva integrazione, nonché le caratteristiche della garanzia della società cessionaria;

VISTE le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006, relative all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio e all'adeguatezza patrimoniale degli enti creditizi e delle imprese di investimento;

VISTO il decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze – Presidente del CICR 27 dicembre 2006, recante “Recepimento della nuova disciplina sul capitale delle banche”;

SU PROPOSTA formulata dalla Banca d'Italia;

RITENUTA l'urgenza, ai sensi dell'art. 3, comma 2, TUB;

D E C R E T A

Articolo 1
(Definizioni)

1. Ai fini del presente decreto si intende per:
 - “legge”, la legge 30 aprile 1999, n. 130, e successive modificazioni e integrazioni;
 - “regolamento”, il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 14 dicembre 2006, n. 310, emanato, sentita la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 7-bis, comma 5, della legge;
 - “obbligazioni bancarie garantite”, le obbligazioni emesse ai sensi dell'articolo 7-bis della legge;
 - “banca emittente”, la banca che emette le obbligazioni bancarie garantite;



3.

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze
Presidente del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio

- "banca cedente", la banca che cede attività alla società cessionaria ai sensi dell'articolo 7-bis della legge;
- "società cessionaria", la società che, ai sensi dell'art. 7-bis della legge, ha per oggetto esclusivo l'acquisto di crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzie per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre;
- "attivi idonei", le attività (crediti e titoli) individuate dal regolamento come idonee a essere cedute alla società cessionaria, anche a fini di successiva integrazione del patrimonio separato.

Articolo 2
(Disciplina)

1. L'emissione di obbligazioni bancarie garantite è consentita alle banche nel rispetto della legge, del regolamento e delle disposizioni di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia. Le disposizioni di vigilanza, in particolare, disciplinano:

- i requisiti delle banche e dei gruppi bancari emittenti e, se diversi, delle banche e dei gruppi bancari cedenti, avendo riguardo all'entità dei mezzi patrimoniali e alla capacità di assorbimento dei rischi;
- i limiti alla cessione di attivi idonei, anche in caso di successiva integrazione, avendo presenti, a fini di tutela degli altri creditori e in particolare dei depositanti, la situazione tecnica della banca o del gruppo;
- le modalità di integrazione degli attivi ceduti, individuando i casi e i limiti nei quali l'integrazione è consentita;
- i controlli sulle operazioni, con particolare riguardo all'organizzazione e all'attività dei controlli interni delle banche e della società cessionaria, nonché al raccordo tra il sistema dei controlli interni e la società di revisione allo scopo incaricata;
- l'organizzazione e i flussi informativi relativi alle operazioni, al fine di assicurare la disponibilità di notizie e dati utili allo svolgimento dei controlli sulle operazioni stesse e alla conoscenza della situazione di rischio delle banche, del gruppo bancario e del sistema nel suo complesso.

Il presente decreto sarà pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica Italiana.

Roma, addì 12.04.2007

IL MINISTRO

BANCA D'ITALIA

VIGILANZA CREDITIZIA E FINANZIARIA
SERVIZIO CONCORRENZA, NORMATIVA E AFFARI GENERALI
(843)

DIVISIONE NORMATIVA (015)

N. 501981 del 17-05-2007

DISPOSIZIONI DI VIGILANZA

DISCIPLINA DELLE OBBLIGAZIONI BANCARIE GARANTITE

SEZIONE I

1. Premessa

L'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, introdotto dalla legge 14 maggio 2005, n. 80, ha dettato una disciplina delle obbligazioni bancarie garantite da specifiche attività. Le nuove possibilità operative messe a disposizione degli operatori rispondono all'esigenza di contenere i costi della provvista e di conseguire i vantaggi regolamentari riconoscibili, in base alla normativa comunitaria, agli strumenti di raccolta assistiti da determinate garanzie.

In base alla nuova disciplina, che si innesta su quella delle cartolarizzazioni dei crediti di cui alla citata legge n. 130/99, le obbligazioni bancarie garantite possono essere emesse mediante uno schema operativo che prevede: i) la cessione da parte di una banca, anche diversa da quella emittente le obbligazioni, a una società veicolo di attivi di elevata qualità creditizia, costituiti in patrimonio separato ai sensi e per gli effetti delle disposizioni della l. 130/99 applicabili; ii) l'erogazione alla società cessionaria, da parte della banca cedente o di altra banca, di un finanziamento subordinato volto a fornire alla cessionaria medesima i mezzi per acquistare le attività; iii) la prestazione da parte della società cessionaria di una garanzia in favore dei portatori delle obbligazioni, nei limiti del relativo patrimonio separato (1).

In base al comma 5 del richiamato articolo 7-bis, con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze sono dettate disposizioni di attuazione per i profili concernenti: (a) il rapporto massimo tra le obbligazioni garantite e le attività cedute; (b) l'individuazione della tipologia di tali attività e di quelle, dagli equivalenti profili di rischio, utilizzabili per la loro successiva integrazione; (c) le caratteristiche della garanzia.

(1) La legge consente l'emissione di obbligazioni garantite anche attraverso il ricorso all'istituto dei patrimoni destinati di cui all'art. 2447-bis del codice civile. A tal fine, in base all'art. 7-ter della legge n. 130/99, devono essere emanate apposite disposizioni di attuazione del Ministro dell'economia e delle finanze e delle Autorità creditizie, rispettivamente ai sensi dei commi 5 e 6 dell'art. 7-bis della stessa legge.

BANCA D'ITALIA

Ai sensi del comma 6 della ripetuta disposizione e dell'articolo 53 TUB, sono emanate, in conformità delle deliberazioni del CICR, disposizioni di vigilanza sulla materia.

Le presenti disposizioni stabiliscono i requisiti delle banche emittenti, che devono essere dotate di elevata patrimonializzazione in considerazione delle specifiche caratteristiche del mercato dei *covered bonds* e dell'esigenza di tutelare i creditori diversi dai portatori delle obbligazioni garantite, la cui garanzia patrimoniale è attenuata per effetto della cessione di attivi bancari di elevata qualità.

A tutela dei creditori diversi dagli obbligazionisti garantiti, *in primis* dei depositanti, sono inoltre stabiliti limiti alla cessione degli attivi bancari destinati al prioritario soddisfacimento dei portatori delle obbligazioni garantite. Tali limiti, che si applicano a livello consolidato, sono graduati in relazione alla situazione patrimoniale del gruppo bancario (coefficiente patrimoniale complessivo calcolato sul patrimonio di vigilanza e sul patrimonio di base).

Il trattamento prudenziale delle obbligazioni garantite e quello del finanziamento subordinato sono disciplinati in coerenza con il vigente quadro normativo comunitario.

In relazione alla complessità operativa e giuridica delle operazioni, sono dettate specifiche indicazioni di carattere organizzativo per le banche che vi prendono parte. I rischi connessi ai programmi di emissione devono essere attentamente valutati dai competenti organi sociali, tenendo conto della complessità delle operazioni e delle implicazioni che le stesse comportano sulla situazione tecnica della banca e sul sistema dei controlli interni. I controlli sulla regolarità delle operazioni sono effettuati dalle strutture della banca e da un *asset monitor* indipendente.

2. Fonti normative

La materia è regolata:

- dall'articolo 22, par. 4, della direttiva 85/611/CEE del 20 dicembre 1985 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari;
- dall'allegato VI, parte 1, punti da 68 a 71, della direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio;
- dall'articolo 19, par. 2, della direttiva 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi;
- dall'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, introdotto dalla legge 14 maggio 2005, n. 80;
- dai seguenti articoli del TUB:
 - art. 12, che disciplina l'emissione di obbligazioni e titoli di deposito da parte delle banche;
 - art. 51, il quale prevede che le banche invino alla Banca d'Italia, con le modalità e i tempi da essa stabiliti, le segnalazioni periodiche nonché ogni dato e documento richiesti;

- art. 52, il quale disciplina le comunicazioni alla Banca d'Italia del collegio sindacale e dei soggetti incaricati del controllo legale dei conti;
- art. 53, comma 1, lettere a), b) e d), che attribuisce alla Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, il potere di emanare disposizioni di carattere generale aventi a oggetto, tra l'altro, l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni;
- art. 53, comma 3, che attribuisce, tra l'altro, alla Banca d'Italia il potere di adottare, ove la situazione lo richieda, provvedimenti specifici nei confronti di singole banche per le materie indicate nel comma 1;
- art. 61, comma 5, il quale prevede che alla società finanziaria capogruppo si applicano le norme dell'art. 52 sulle comunicazioni alla Banca d'Italia del collegio sindacale e dei soggetti incaricati del controllo legale dei conti;
- art. 66, commi 1 e 2, che prevede obblighi informativi per le società capogruppo di gruppi bancari secondo le modalità e i termini stabiliti dalla Banca d'Italia;
- art. 67, commi 1, 2-ter e 3-bis, il quale, al fine di realizzare la vigilanza consolidata, prevede che la Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, impartisca alla capogruppo o a componenti del gruppo bancario, con provvedimenti di carattere generale o particolare, disposizioni aventi a oggetto, tra l'altro, l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni;

e inoltre:

- dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 14 dicembre 2006, n. 310;
- dalla deliberazione del CICR del 2 agosto 1996, in materia di organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni, come modificata e integrata dalla deliberazione del 23 marzo 2004 dello stesso Comitato;
- dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, Presidente del CICR, del 27 dicembre 2006;
- dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, Presidente del CICR, del 12 aprile 2007, n. 213.

3. Definizioni

Ai fini della presente disciplina si definiscono:

- “*legge*”, la legge 30 aprile 1999, n. 130, e successive modificazioni e integrazioni;
- “*regolamento*”, il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 14 dicembre 2006, n. 310;
- “*obbligazioni garantite*”, le obbligazioni bancarie emesse ai sensi dell'articolo 7-bis della legge;
- “*banca emittente*”, la banca che emette le obbligazioni garantite;
- “*banca cedente*”, la banca che cede attività alla società cessionaria ai sensi dell'articolo 7-bis della legge;
- “*banca finanziatrice*”, la banca che eroga il finanziamento subordinato alla società cessionaria;

- “*finanziamento subordinato*”, il finanziamento alla società cessionaria, concesso dalla banca cedente o da altra banca, finalizzato all’acquisto di attivi idonei e subordinato nel rimborso al soddisfacimento dei diritti dei portatori delle obbligazioni garantite, delle controparti dei contratti derivati di copertura dei rischi e dei contratti accessori, nonché al pagamento degli altri costi dell’operazione;
- “*società cessionaria*”, la società che, ai sensi dell’art. 7-*bis* della legge, ha per oggetto esclusivo l’acquisto di crediti e titoli, mediante l’assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzie per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre;
- “*attivi idonei*”, le attività (crediti e titoli) individuate dal regolamento come idonee a essere cedute alla società cessionaria (cfr. art. 2, commi 1 e 2, e art. 6 del regolamento);
- “*attivi idonei integrativi*”, le attività, dai profili di rischio equivalenti a quelli degli attivi idonei, utilizzabili, in base al regolamento, per la successiva integrazione degli attivi idonei (cfr. art. 2, comma 3, punti 2 e 3, e comma 4, del regolamento);
- “*coefficiente patrimoniale complessivo*”, il rapporto tra il patrimonio di vigilanza ⁽²⁾ e il requisito patrimoniale complessivo della banca o del gruppo bancario ⁽³⁾ moltiplicato per 12,5 ⁽⁴⁾;
- “*Tier 1 ratio*”, il rapporto tra il patrimonio di base e il requisito patrimoniale complessivo della banca o del gruppo bancario moltiplicato per 12,5 ⁽⁵⁾.

4. Destinatari della disciplina

Le presenti disposizioni si applicano alle banche autorizzate in Italia e alle società finanziarie capogruppo di gruppi bancari.

(2) Cfr. Titolo I, Cap. 2, della Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche”.

(3) Cfr. Titolo II, Cap. 4, della Circolare n. 263. Per le banche e i gruppi bancari che hanno optato per il mantenimento (non oltre il 1° gennaio 2008) del previgente regime prudenziale, cfr. la nota (2) al Titolo I, Cap. 1, Parte Prima, par. 1, della medesima Circolare. Il requisito patrimoniale complessivo va considerato al lordo dei prestiti subordinati di 3° livello computabili.

(4) Patrimonio di vigilanza / (requisito patrimoniale complessivo * 12,5)

(5) Patrimonio di base / (requisito patrimoniale complessivo * 12,5)

BANCA D'ITALIA

SEZIONE II

1. Requisiti delle banche emittenti e/o cedenti

L'emissione di obbligazioni garantite è consentita alle banche facenti parte di gruppi bancari aventi i seguenti requisiti:

- un patrimonio di vigilanza consolidato ⁽⁶⁾ non inferiore a 500 milioni di euro; e
- un coefficiente patrimoniale complessivo a livello consolidato non inferiore al 9%.

I requisiti devono essere posseduti anche dalle banche cedenti, se diverse dalle banche emittenti.

Nel caso di banche non appartenenti a un gruppo bancario, i requisiti sono riferiti, rispettivamente, al patrimonio di vigilanza e al coefficiente patrimoniale complessivo individuali.

2. Limiti alla cessione

La cessione degli attivi idonei è effettuata nel rispetto dei seguenti limiti, graduati in funzione del coefficiente patrimoniale complessivo e del *Tier 1 ratio* a livello consolidato ⁽⁷⁾:

Situazione patrimoniale		Limiti alla cessione
<i>fascia "a"</i>	coeff. pat. compl. $\geq 11\%$ e <i>Tier 1 ratio</i> $\geq 7\%$	Nessun limite
<i>fascia "b"</i>	coeff. pat. compl. $\geq 10\%$ e $< 11\%$ e <i>Tier 1 ratio</i> $\geq 6,5\%$	cessione consentita fino al 60% degli attivi idonei
<i>fascia "c"</i>	coeff. pat. compl. $\geq 9\%$ e $< 10\%$ e <i>Tier 1 ratio</i> $\geq 6\%$	cessione consentita fino al 25% degli attivi idonei

Le soglie di patrimonializzazione (coefficiente patrimoniale complessivo e *Tier 1 ratio*) indicate per ciascuna "fascia" devono essere rispettate congiuntamente; in caso contrario, si applica il limite indicato nella fascia inferiore ⁽⁸⁾. I limiti alla cessione, espressi in percentuale degli attivi idonei, sono riferiti al complesso delle operazioni della specie effettuate da un gruppo bancario ⁽⁹⁾.

(6) Cfr. Titolo I, Cap. 2, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche".

(7) Nel caso di banche non appartenenti a un gruppo bancario, il coefficiente patrimoniale complessivo e il *Tier 1 ratio* sono calcolati a livello individuale.

(8) Ad esempio, un gruppo bancario che si colloca in fascia "b" per coefficiente patrimoniale complessivo (quindi, pari o superiore al 10 e inferiore all'11 per cento) e in fascia "c" per *Tier 1 ratio* (quindi, pari o superiore al 6 ma inferiore al 6,5 per cento) sarà soggetto ai limiti indicati nella fascia "c".

(9) Ovvero, da una banca non appartenente a un gruppo bancario.

3. Modalità di integrazione degli attivi ceduti

L'integrazione delle attività cedute, successivamente alla cessione iniziale, avviene mediante la cessione di ulteriori attivi idonei o mediante attivi idonei integrativi⁽¹⁰⁾. L'integrazione è consentita anche oltre i limiti alla cessione di cui al par. 2.

L'integrazione è consentita esclusivamente al fine di mantenere il rapporto tra le obbligazioni garantite e le attività cedute⁽¹¹⁾ nel limite massimo fissato dal regolamento⁽¹²⁾ ovvero in quello stabilito in via contrattuale, nel caso di *overcollateralization*, nonché per rispettare il limite del 15% per gli attivi idonei integrativi presenti nel patrimonio separato⁽¹³⁾. Resta ferma la possibilità di sostituire con attivi idonei gli attivi idonei integrativi presenti nel patrimonio separato.

I contratti stipulati dalle banche in relazione all'emissione di obbligazioni garantite e i documenti informativi che accompagnano le stesse obbligazioni danno espressamente atto che l'integrazione degli attivi ceduti non è consentita fuori dei casi stabiliti dalle presenti disposizioni.

4. Trattamento prudenziale

Le obbligazioni garantite acquisite rientrano nel portafoglio delle "esposizioni sotto forma di obbligazioni bancarie garantite" previsto nell'ambito della metodologia "standardizzata"; a esse si applicano, quindi, le ponderazioni ridotte ai fini del calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito⁽¹⁴⁾, nonché i fattori di ponderazione a fini della disciplina della concentrazione dei rischi⁽¹⁵⁾. Alle stesse condizioni, le banche che adottano il metodo IRB di base applicano nella pertinente funzione regolamentare i valori di LGD previsti per le obbligazioni garantite⁽¹⁶⁾.

(10) Ai fini del presente paragrafo, non costituisce integrazione l'ulteriore cessione di attivi idonei effettuata nell'ambito di programmi predefiniti che prevedono l'emissione di obbligazioni garantite a diverse scadenze o nel corso di un determinato periodo di tempo.

(11) Ad esempio, qualora il valore nominale complessivo o il valore attuale netto degli attivi presenti nel patrimonio separato diminuisca per effetto della svalutazione degli attivi stessi.

(12) Cfr. art. 3 del regolamento.

(13) Cfr. art. 2, comma 4, del regolamento, secondo il quale l'integrazione con attivi idonei integrativi è consentita entro il limite specifico del 15% del valore delle attività presenti nel patrimonio separato della società cessionaria.

(14) Cfr. Titolo II, Cap. 1, Parte Prima, Sezione V, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche". Le banche e i gruppi bancari di cui alla nota (2), fino alla data ivi indicata, applicano una ponderazione del 10% ai fini del calcolo del coefficiente di solvibilità e dei limiti di concentrazione dei rischi.

(15) Cfr. Titolo V, Cap. 1, Sez. III e relativo Allegato A, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche".

(16) Cfr. Titolo II, Cap. 1, Parte Seconda, Sezione V, par. 1.2, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche".

Nell'ambito dei rischi di mercato, si applicano alle stesse obbligazioni garantite le particolari modalità di calcolo del requisito patrimoniale per il rischio specifico sui titoli di debito ⁽¹⁷⁾.

Per quanto riguarda il finanziamento subordinato alla società cessionaria, qualora lo stesso sia concesso dalla banca che emette le obbligazioni e cede gli attivi, quest'ultima mantiene il medesimo requisito patrimoniale che era tenuta a osservare, prima della cessione, a fronte degli attivi ceduti ("requisito attività cedute"). Lo stesso trattamento prudenziale si applica qualora il finanziamento subordinato sia concesso da una banca diversa da quella emittente e/o cedente ma appartenente al medesimo gruppo bancario di queste.

In tutti gli altri casi, la banca finanziatrice dovrà costituire un requisito patrimoniale pari al maggiore importo tra il "requisito attività cedute" e il requisito risultante dall'applicazione della ponderazione riferibile alla banca emittente e, se diversa, alla banca cedente in base alla metodologia di determinazione dei requisiti patrimoniali adottata dalla banca finanziatrice ⁽¹⁸⁾.

5. Responsabilità e controlli ⁽¹⁹⁾

Lo schema operativo previsto per l'emissione di obbligazioni garantite comporta l'ingresso della banca emittente e, se diversa, di quella cedente in un nuovo mercato, connotato da un elevato grado di innovazione e di complessità operativa e giuridica. Vengono in rilievo: la sottrazione di attivi di elevata qualità creditizia, destinati in via prioritaria ai portatori delle obbligazioni garantite; l'assunzione di impegni a controllare la qualità e il valore degli attivi ceduti nonché, occorrendo, a reintegrare gli attivi stessi per mantenere la garanzia dei portatori delle obbligazioni; l'articolazione dei rapporti contrattuali tra banca cedente, banca emittente, banca finanziatrice, società cessionaria; le esigenze di un'adeguata informazione ai sottoscrittori delle obbligazioni; i flussi informativi nei confronti dell'Organo di vigilanza.

In relazione alla complessità dei profili contrattuali e alle possibili ricadute sugli assetti tecnici delle banche, le decisioni connesse alla partecipazione a singole operazioni o a programmi di emissione ⁽²⁰⁾ – in qualità sia di emittente le obbligazioni sia

(17) Cfr. Titolo II, Capitolo 4, Parte Seconda, Sezione II, par. 2.2.1, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche". Per le banche e i gruppi bancari di cui alla nota (2), fino alla data ivi indicata, le obbligazioni bancarie garantite costituiscono titoli qualificati agli stessi fini (cfr. Titolo IV, Cap. 3, Parte Prima, Sez. III, par. 2.2, delle Istruzioni di vigilanza per le banche).

(18) Le banche di cui alla nota (2), fino alla data ivi indicata, fanno riferimento alla ponderazione del 20% prevista per le esposizioni verso banche dal Titolo IV, Cap. 2, delle Istruzioni.

(19) In merito all'identificazione degli organi con funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo, ai quali si fa riferimento nel paragrafo, cfr. Titolo I, Cap. 1, Parte Quarta, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche".

(20) A tali fini sono "programmi di emissione" i programmi di attività relativi all'emissione di obbligazioni garantite nel corso di un determinato periodo di tempo, anche pluriennale, e le correlate operazioni di cessione di attivi idonei, in cui i volumi previsti e le caratteristiche degli strumenti e dei contratti siano individuati in misura sufficiente a consentire una compiuta e consapevole valutazione: i) degli impatti dell'attività sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della banca e del gruppo nel periodo di riferimento; ii) delle diverse tipologie di rischi connessi alle singole operazioni che verranno poste in essere in attuazione del programma.

di cedente le attività – devono essere precedute dall'individuazione e dall'attenta valutazione degli obiettivi perseguiti e dei rischi connessi, anche legali e reputazionali, nonché dalla definizione di adeguate procedure di controllo, da parte dell'organo con funzione di gestione. Tali valutazioni e procedure devono essere approvate dall'organo con funzione di supervisione strategica della banca e sottoposte all'organo con funzione di controllo affinché renda un parere sulla conformità dell'operazione o delle attività descritte nel programma alle previsioni della legge, del regolamento e delle presenti disposizioni, nonché sull'impatto dell'attività sull'equilibrio economico-patrimoniale della banca.

Le stesse valutazioni sono effettuate dagli organi della capogruppo delle banche emittenti e di quelle cedenti, avendo attenzione anche ai profili della coerenza con le scelte strategiche del gruppo nel suo complesso, della compatibilità con le condizioni di equilibrio gestionale delle singole componenti, dell'adeguatezza del sistema dei controlli interni a livello di gruppo.

Le deliberazioni concernenti la cessione di attivi, tanto nella fase iniziale di una operazione quanto per la successiva integrazione, sono assunte sulla base di apposite relazioni di stima degli attivi stessi, espresse da una società di revisione ⁽²¹⁾; nelle relazioni è anche attestato che i criteri di valutazione applicati sono conformi a quelli che la banca cedente è tenuta a osservare nella redazione del bilancio d'esercizio. Tali relazioni non sono richieste se la cessione è fatta ai valori di iscrizione nell'ultimo bilancio approvato della banca cedente ovvero nell'ultima situazione patrimoniale semestrale, su cui sia stato formulato un giudizio senza rilievi da parte di una società di revisione.

L'organo con funzione di gestione assicura che le strutture preposte al controllo sulla gestione dei rischi della banca emittente o del relativo gruppo bancario verifichino con periodicità almeno semestrale e per ciascuna operazione:

- la qualità e l'integrità degli attivi ceduti a garanzia delle obbligazioni; in particolare, la stima del valore di mercato degli immobili, sia residenziali che non residenziali, su cui grava ipoteca in relazione ai crediti fondiari e ipotecari ceduti, deve essere effettuata secondo le modalità e con la frequenza previste dalla normativa sulla determinazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito ⁽²²⁾;
- il rispetto del rapporto massimo tra le obbligazioni garantite emesse e gli attivi ceduti a garanzia ⁽²³⁾;
- l'osservanza dei limiti alla cessione e delle modalità di integrazione di cui ai precedenti parr. 2 e 3 ⁽²⁴⁾;
- l'effettività e l'adeguatezza della copertura dei rischi offerta dai contratti derivati eventualmente stipulati in relazione all'operazione.

(21) La società di revisione deve essere iscritta nell'albo speciale tenuto dalla Consob ai sensi dell'art. 161 T.U.F.

(22) Cfr. Titolo II, Cap. 1, Parte Prima, Sez. IV, delle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche". Le banche di cui alla nota (2), fino alla data ivi indicata, fanno riferimento al Titolo IV, Cap. 2, Sez. II, parr. 3.1 e 3.2, delle Istruzioni di vigilanza per le banche, rispettivamente per gli immobili residenziali e per quelli a uso ufficio e commercio.

(23) Cfr. art. 3 del regolamento.

(24) I controlli sull'osservanza dei limiti alla cessione sono effettuati anche dalle strutture preposte ai controlli interni della banca cedente ovvero del relativo gruppo bancario, se diversi dalla banca o dal gruppo bancario emittente.

I controlli sulla regolarità dell'operazione e sull'integrità della garanzia in favore degli investitori sono effettuati, altresì, da un soggetto esterno ("asset monitor") incaricato dalla banca emittente; l'*asset monitor* deve essere una società di revisione⁽²⁵⁾ avente la professionalità necessaria in relazione ai compiti affidati e indipendente rispetto alla banca che conferisce l'incarico e agli altri soggetti partecipanti all'operazione.

I controlli effettuati e le valutazioni sull'andamento delle operazioni sono oggetto di un'apposita relazione annuale dell'*asset monitor*, indirizzata anche all'organo con funzione di controllo della banca che ha conferito l'incarico. Si richiamano, in proposito, gli obblighi posti dagli articoli 52 e 61, comma 5, del T.U. in capo ai soggetti che svolgono funzioni di controllo⁽²⁶⁾.

La funzione di revisione interna della banca emittente o del relativo gruppo bancario effettua, almeno ogni 12 mesi, una completa verifica dei controlli svolti, anche avvalendosi delle informazioni ricevute e delle valutazioni espresse dall'*asset monitor*. I risultati di tali verifiche sono portati a conoscenza degli organi aziendali.

Gli organi con funzione di gestione delle banche e dei gruppi bancari emittenti assicurano che sia effettuata una valutazione dei profili giuridici dell'attività sulla base di apposite relazioni di esperti, contenenti un'approfondita disamina delle strutture e degli schemi contrattuali impiegati, con particolare attenzione alle caratteristiche della garanzia prestata dalla società cessionaria e al complesso dei rapporti intercorrenti tra banca emittente, banca cedente, banca finanziatrice e società cessionaria.

Devono essere oggetto di attenta valutazione da parte delle banche e dei gruppi emittenti anche gli assetti organizzativi e gestionali della società cessionaria, che devono essere adeguati ai compiti attribuiti alla stessa società. I contratti stipulati dalle banche in relazione all'operazione devono contenere clausole atte ad assicurare un regolare ed efficiente svolgimento delle funzioni da parte della società cessionaria.

Al fine di assicurare che la società cessionaria possa adempiere in modo ordinato e tempestivo gli obblighi discendenti dalla garanzia prestata, le banche emittenti utilizzano tecniche di *asset and liability management* idonee ad assicurare, anche mediante specifici controlli con periodicità almeno semestrale, un tendenziale equilibrio tra le scadenze dei flussi finanziari generati dagli attivi ceduti, inclusi nel patrimonio separato della società cessionaria, e le scadenze dei pagamenti dovuti dalla banca emittente in relazione alle obbligazioni garantite emesse e agli altri costi dell'operazione⁽²⁷⁾.

In materia di flussi informativi, i soggetti partecipanti alle operazioni devono assumere impegni contrattuali tali da permettere alla banca emittente e alla banca cedente – ed eventualmente al diverso soggetto incaricato del *servicing* degli attivi ceduti – di disporre delle informazioni sulla titolarità e sull'andamento dei rapporti ceduti necessarie per lo svolgimento dei controlli previsti nel presente paragrafo, nonché per l'adempimento

(25) Cfr. art. 7-bis, comma 6, della legge. Deve trattarsi di società iscritta nell'albo speciale tenuto dalla Consob ai sensi dell'art. 161 T.U.F., indipendente rispetto al soggetto incaricato del controllo contabile sulla banca emittente.

(26) Cfr. Titolo IV, Cap. 11, Sezione IV, par. 1.3, delle Istruzioni di vigilanza per le banche.

(27) Al riguardo, si fa presente che in base all'articolo 3 del regolamento gli attivi inclusi nel patrimonio separato devono essere idonei a generare interessi in misura almeno pari agli interessi dovuti dalla banca emittente sulle obbligazioni garantite, tenuto conto anche degli eventuali contratti derivati di copertura dei rischi finanziari stipulati in relazione all'operazione.

BANCA D'ITALIA

degli obblighi segnaletici di vigilanza, ivi inclusi quelli connessi alla partecipazione al servizio di centralizzazione dei rischi creditizi (Centrale dei rischi).

Roma, 15 maggio 2007

IL GOVERNATORE

M. DRAGHI

QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985 (esaurito).
- n. 2 – FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 – PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- n. 4 – GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 – GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- n. 6 – LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986 (esaurito).
- n. 7 – GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- n. 8 – VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, giugno 1986 (esaurito).
- n. 9 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- n. 10 – FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- n. 11 – *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- n. 12 – CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986 (esaurito).
- n. 13 – GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- n. 14 – GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- n. 15 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- n. 16 – CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- n. 17 – PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- n. 18 – VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- n. 19 – FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.

- n. 20 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.
- n. 21 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, dicembre 1989 (esaurito).
- n. 22 – MARCELLO CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, aprile 1991.
- n. 23 – MARCO MANCINI - MARINO PERASSI, *I trasferimenti elettronici di fondi*, maggio 1991.
- n. 24 – ENRICO GALANTI, *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, giugno 1991.
- n. 25 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, giugno 1991.
- n. 26 – AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, gennaio 1992.
- n. 27 – GIORGIO SANGIORGIO, *Le Autorità creditizie e i loro poteri*, marzo 1992.
- n. 28 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, febbraio 1993.
- n. 29 – *Il Sistema dei pagamenti. Atti del Convegno giuridico* (Perugia S.A.Di.Ba., 23-24 ottobre 1992), settembre 1993.
- n. 30 – OLINA CAPOLINO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, ottobre 1993.
- n. 31 – P. FERRO-LUZZI - P. G. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, dicembre 1993.
- n. 32 – *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, marzo 1994.
- n. 33 – *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. The 1993 Banking Law*, marzo 1994.
- n. 34 – GIUSEPPE CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, novembre 1994.
- n. 35 – LUCIO CERENZA, *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, febbraio 1995.
- n. 36 – GIOVANNI CASTALDI, *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, marzo 1995.
- n. 37 – VINCENZO PONTOLILLO, *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, giugno 1995.
- n. 38 – O. CAPOLINO - G. CARRIERO - P. DE VECCHIS - M. PERASSI, *Contributi allo studio del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, dicembre 1995.
- n. 39 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e Testo Unico bancario*, dicembre 1995.
- n. 40 – MARINO PERASSI, *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti derivati in Giappone*, aprile 1996.
- n. 41 – ENRICO GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, novembre 1996.

- n. 42 – M. PERASSI - R. D'AMBROSIO - G. CARRIERO - O. CAPOLINO - M. CONDEMI, *Studi in materia bancaria e finanziaria*, novembre 1996.
- n. 43 – Convegno *Per un diritto della concorrenza* (Perugia, giugno 1996), dicembre 1996.
- n. 44 – *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche*, marzo 1997.
- n. 45 – DONATELLA LA LICATA, *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, aprile 1997.
- n. 46 – PAOLO CIOCCA - ANTONELLA MAGLIOCCO - MATILDE CARLA PANZERI, *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, aprile 1997.
- n. 47 – P. DE VECCHIS - G.L. CARRIERO - O. CAPOLINO, M. MANCINI, R. D'AMBROSIO, *Studi in materia bancaria e finanziaria 1996*, settembre 1997.
- n. 48 – GIUSEPPE CARRIERO, *Il credito al consumo*, ottobre 1998.
- n. 49 – *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, marzo 1999.
- n. 50 – A. MAGLIOCCO - D. PITARO - G. RICOTTI - A. SANELLI, *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, settembre 1999.
- n. 51 – ENRICO GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, gennaio 2000.
- n. 52 – *Bankruptcy Legislation in Belgium, Italy and the Netherlands*, (Brussels, 7 July 2000), giugno 2001.
- n. 53 – VINCENZO TROIANO, *Gli Istituti di moneta elettronica*, luglio 2001.
- n. 54 – STEFANO CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, luglio 2001.
- n. 55 – BRUNA SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, giugno 2002.
- n. 56 – AA.VV., *Diritto Societario e Competitività in Italia e in Germania*, luglio 2003.
- n. 57 – GIANMARIA MARANO, *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, giugno 2004