

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2017

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVACNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

2017 | 2018

Le nuove frontiere della cartolarizzazione

SOMMARIO: 1. Premessa– 2. Ambito di applicazione– 3. Considerazioni sistemiche. – 4. “La cartolarizzazione immobiliare”.

1. Premessa

Con il D.L. n. 50 del 24.4.2017 (c.d. “manovrina”)¹, il legislatore è intervenuto, del tutto inopinatamente, a modificare - con l’art. 60-sexies, comma 1, lett. b) - la disciplina italiana delle cartolarizzazioni di cui alla legge n. 130 del 30 aprile 1999 (“Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti”) con una serie di interventi che ci erano, fin dalla loro proposta, apparsi² concettualmente assai ardit. Il citato decreto è infine stato convertito con modifiche dalla L. n. 96 del 21 giugno 2017, che ha introdotto il nuovo art. 7.1 nel corpo della citata legge n. 130 del 1999³. L’encomiabile volontà che emerge dai lavori parlamentari è quella di intervenire sul vigente ordinamento finanziario al fine di dotarlo di più efficaci strumenti finalizzati ad una “gestione attiva” dei c.d. NPL e in particolare di quelli descrivibili come crediti “deteriorati”: (i) vantati verso imprese che si trovino in stato di crisi e che abbiano intrapreso e possano intraprendere percorsi virtuosi di uscita da quello, attraverso l’impiego degli strumenti di composizione stragiudiziale o concordataria predisposti dal legislatore negli ultimi anni (piani attestati, accordi di ristrutturazione, concordati

¹ Per un primo resoconto si veda D. ALBAMONTE, *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti in Note di stabilità finanziaria e vigilanza* n. 10, Banca d’Italia, luglio 2017.

² Per un primissimo commento mi sia consentito di rinviare a P. CARRIÈRE, *Verso una concorrenza (sleale?) di modelli sul mercato dei NPL?*, in www.dirittobancario.it, 23.5.2017 e successivamente ID., *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in www.dirittobancario.it, 11.7.2017 di cui il presente articolo costituisce uno sviluppo

³ Con scelta numerologica esteticamente curiosa il nuovo art. 7.1 viene “incastrato” tra l’art. 7 (“Altre Operazioni”) – nel cui ambito poteva forse essere trasfuso – e i successivi artt. 7-bis, ter e quater – a cui forse più elegantemente avrebbe potuto seguire come nuovo art. 7 *quinquies*

in continuità); (ii) garantiti da beni immobili (o mobili registrati), con particolare riguardo ai meccanismi finalizzati ad una più efficiente gestione proprio di quel “sottostante immobiliare”. Paiono dunque delinearsi oggi due nuovi modelli di cartolarizzazione che chiameremo, rispettivamente: (i) “cartolarizzazione finalizzata alla ristrutturazione” e; (ii) “cartolarizzazione immobiliare”. Due nuove fattispecie che verrebbero ad aggiungersi, quindi, alle sei che già potevano enuclearsi dal previgente articolato normativo⁴ e rispetto alle quali i tratti di novità e di compatibilità “filosofica” con le opzioni concettuali sottese al fenomeno stesso della “cartolarizzazione”, appaiono da subito più marcati.

La condivisibile attenzione con cui il legislatore segue da vicino il grande e delicato “nodo” dei NPL, sforzandosi di offrire agli operatori strumenti efficaci ed efficienti, in linea con le più avanzate esperienze straniere, non dovrebbe infatti prescindere da una più attenta e ponderata considerazione degli equilibri della complessiva architettura di sistema dell’ordinamento finanziario che solo di recente pareva aver raggiunto un suo equilibrio⁵. A prescindere da tali considerazioni di natura “sistemica”, anche nell’ambito stesso del fenomeno giuridico della “cartolarizzazione”⁶, l’intervento in esame⁷ appare per molti

⁴ E cioè i tre modelli “classici”, previsti dall’originario impianto della L. n. 130 del 1999: (i) la cartolarizzazione con cessione dei crediti alla Società di Cartolarizzazione; (ii) quella con cessione a fondi comuni di investimento, ex art. 7, comma 1, lett. b); (iii) quella che ricorre alla modalità della *subparticipation* ex art. 7, comma 1, lett. a); e le fattispecie successivamente introdotte, rispettivamente, all’art.1, comma 1-bis (cartolarizzazione mediante la sottoscrizione o l’acquisto obbligazioni o titoli); all’art. 7, comma 2-*quater* (cartolarizzazione di crediti sorti dalla concessione di finanziamenti da parte della società emittente i titoli); all’art. 7-*bis*, 7-*ter* e 7-*quater* (cartolarizzazioni relative a obbligazioni bancarie garantite). Per una più approfondita analisi può rinviarsi a P. MESSINA, *Le operazioni finanziarie nel diritto dell’economia, Finanza pubblica e d’impresa*, in E. PICOZZA, E. GABRIELLI (a cura di), *Tratt. dir. ec.*, Padova, 2011, 241 ss; D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002;

⁵ Si veda P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le SICAF: luci e ombre*, in *Riv soc.*, 2014, II-III p. 449.

⁶ *Ex multis* si veda L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in F. GALGANO (dir. da), *Le operazioni di finanziamento*, Torino, 2016, p. 892

⁷ Che segue ad altri interventi normativi – sebbene meno “rivoluzionari” – intervenuti negli ultimi anni; si vedano in particolare il D.L. n. 145 del 23.12.2013, convertito con modificazioni con L. n. 9 del 21.2.2014 e il D.L. n. 91 del 24.6.2014,

versi parziale, estemporaneo e disorganico, richiedendo all'interprete un'operazione ermeneutica tutt'altro che semplice.

2. Ambito di applicazione

Con il comma 1 del nuovo art. 7.1 viene innanzitutto circoscritto l'ambito applicativo della nuova disciplina che potremmo chiamare - con quello che agli esperti della materia potrebbe apparire subito un ossimoro giuridico - "cartolarizzazione dinamica"; tale ambito applicativo è dunque circoscritto alle cessioni di crediti, qualificati come "deteriorati"⁸, ceduti da "banche e intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del testo unico bancario aventi sede legale in Italia". Occorre innanzitutto domandarsi se - affinché risulti applicabile la nuova disciplina di cui all'art. 7.1 - la qualifica di "credito deteriorato" debba esistere al momento in cui si voglia applicare quella nuova disciplina, ovvero se essa dovesse già esistere al momento in cui la Società di Cartolarizzazione si è resa cessionaria di quel credito. La seconda soluzione, per quanto non pienamente comprensibile e operativamente più limitante, appare supportata dal dato letterale che nel comma 1 riserva l'applicazione delle "disposizioni del presente articolo" non ai "crediti" qualificati deteriorati ma "alle cessioni di crediti" qualificati come tali. Ciò detto, la perimetrazione della nuova "cartolarizzazione dinamica" appare subito censurabile sotto entrambi i profili da essa adottati. Da un

su cui può rinviarsi a A. GUERRINI, *Investimenti in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, IV, 472 e ss.; V. TROMBETTI, *Le operazioni di cartolarizzazione di crediti commerciali e le recenti modifiche dei decreti Destinazione Italia e Competitività*, in *Bancaria*, 2014, 61.

⁸ Rinviandosi a tal fine alle definizioni di cui alle "disposizioni dell'autorità competente". In tal senso il riferimento dovrebbe riferirsi, nell'ordinamento finanziario domestico, alla Circolare di Banca d'Italia n. 272 del 2008, come aggiornato con il VII aggiornamento, pur dovendosi oggi, nell'ordinamento comunitario, segnalare un proliferare di definizioni di NPL, NPE, UTP non sempre di facile coordinamento, in particolare si noti come al paragrafo 5.1 delle *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati* pubblicate dalla BCE si dia atto della pluralità di definizioni di credito deteriorato e al successivo paragrafo 5.2 si riporti la definizione di NPE (esposizione deteriorata) proposta nel regolamento di esecuzione della Commissione Europea n. 680 del 2014 precisando che tale definizione è "strettamente vincolante al momento solo ai fini delle segnalazioni di vigilanza" (cfr. par. 5.1 delle Linee Guida citate).

punto di vista soggettivo, infatti, non pare coerente la limitazione di essa alle situazioni in cui, in veste di cedente (*originator*) intervenga esclusivamente una banca o un intermediario finanziario ex art. 106 TUB, escludendosi così tutti gli altri soggetti che oggi nell'ordinamento finanziario sono stati ammessi ad acquistare, detenere e gestire "crediti deteriorati" che potrebbero ben esser parimenti oggetto di "cartolarizzazione dinamica"; mi riferisco evidentemente (almeno) a FIA ("di credito", "di cartolarizzazione" o "di ristrutturazione"), a Società di Cartolarizzazione ex L. n. 130 del 1999, a "recuperatori" ex art. 115 t.u.l.p.s. Ancor più stonata e passibile di censura appare la delimitazione territoriale che restringe ulteriormente l'ambito di applicazione di tale nuova operatività, ai soli banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB "*aventi sede legale in Italia*", adottandosi così un criterio che pare platealmente in contrasto con i principi comunitari. Il criterio in questione che pare improvvidamente mutuato dalla normativa sulla GACS⁹ - e nel cui contesto poteva forse comprendersi, vertendosi in materia contigua agli aiuti di stato¹⁰ - appare qui del tutto ingiustificato, avendosi semmai dovuto adottare una definizione coerente con quella di "*banca autorizzata in Italia*" (di cui all'art. 1, comma 2, lett. d) del TUB e di altri soggetti "*autorizzati ad esercitare nel territorio della repubblica le attività di cui all'art. 106 TUB*" ai sensi dell'art. 114 TUB.

3. La "cartolarizzazione finalizzata alla ristrutturazione"

Con i nuovi commi 3 e 8 dell'art. 7.1 viene radicalmente modificata la L. n. 130 del 1999 al fine di consentire alle c.d. Società di Cartolarizzazione, regolate dall'art. 3 della medesima legge, di "*acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti*". Una tale rivoluzionaria possibilità viene riservata ai casi in cui ciò avvenga nell'ambito di "*piani di riequilibrio economico e finanziario concordati col soggetto cedente*" (con locuzione non proprio

⁹ Il D.L. n. 37 del 2016 e il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3 agosto 2016.

¹⁰ Pur apparendo la disciplina della GACS pienamente compatibile, da questo punto di vista, con la disciplina europea

chiarissima¹¹), ovvero nell’ambito di “*accordi*” oggi normativamente previsti dagli articoli 124, 160, 182-*bis* e 186-*bis* della legge fallimentare, ovvero di altri non meglio identificati¹² “*analoghi accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione previsti da altre disposizioni di legge*”. Viene poi chiarito – anche se non pare ve ne fosse bisogno¹³ – che la SPV può “*concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto*”. E in relazione a tali finanziamenti, si prevede poi – con scelta assai forte in quanto non pienamente coerente con il vigente sistema che oggi garantisce, qualificandolo e circoscrivendolo, tale “beneficio” solo ai finanziamenti effettuati dai soci in esecuzione o in funzione di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-*quater* terzo comma della L.F. – che “*non si applicano in questo caso le disposizioni di cui agli articoli 2467 e 2497-*quinquies* del codice civile*” (disciplina della postergazione dei finanziamenti soci). L’utilizzo dello schema della “Società di Cartolarizzazione” per consentire la “conversione”¹⁴, in via diretta, in *equity* o quasi-*equity* di quei crediti – e successivamente, anche tramite erogazione di nuova finanza, una gestione attiva delle conseguenti partecipazioni societarie, in vista di una loro valorizzazione e dismissione, avendo come obiettivo quello, encomiabile ma impegnativo, di favorire il

¹¹ Devono per tali intendersi i “piani attestati” di cui all’ art. 67, c. 3, lett. d) della L.F.? ma allora perché non utilizzare la diversa locuzione tecnica ivi prevista (“*piano che appaia idoneo a consentire il risanamento dell’esposizione debitoria dell’impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria*”) e omettere il riferimento normativo, mentre per le altre fattispecie di accordi citate vi è esplicito rinvio alla corrispondente disposizione della legge fallimentare? O a qualunque altro “piano” non meglio identificato normativamente? Ma poi perché “concordati col cedente”, posto che l’operazione di ristrutturazione del credito deteriorato tramite “conversione” in *equity* potrebbe avvenire anche ben dopo l’acquisto del credito (purchè però a quel momento fosse qualificabile già come “deteriorato”, in virtù di quanto detto sopra nel testo) da parte della Società di Cartolarizzazione ...e infatti analogo requisito non è previsto per gli “accordi”.

¹² Forse in vista della riforma della legge fallimentare?

¹³ Posto che l’operatività di “*direct lending*” delle Società di Cartolarizzazione era già stata prevista e disciplinata dall’art. 1-*ter*, per effetto dell’intervento normativo ad opera dell’art. 22 comma 6 let. a) del D.L. n. 91 del 24/6/2014.

¹⁴ Si veda P. CARRIÈRE, *Dal Merger Leveraged Buy Out al (De-merger) Deleveraged Sell Out*, in *Le Società*, 2012, III, 278 e ss.

ritorno *in bonis* del debitore - pare infatti immediatamente contrastare con le opzioni concettuali sottese al modello stesso di “cartolarizzazione” adottato nel nostro ordinamento¹⁵. Sulla scorta del modello anglosassone, anche la nostra normativa¹⁶ concepisce da sempre la Società di Cartolarizzazione come un mero veicolo “trasparente”, “passante”, tra l’*originator* e i sottoscrittori dei titoli, finalizzato ad un efficiente *ring fencing* dei crediti destinati al pagamento dei sottoscrittori e caratterizzato da una intrinseca *insolvency remotness* (senza dire qui del tema tutto dogmatico ma denso di implicazioni pratiche, circa la natura imprenditoriale o meno dell’attività svolta dalla SPV¹⁷ che oggi, nella sua nuova veste di potenziale finanziatore e di *holding* di partecipazioni, appare assai più difficile da negare¹⁸, essendo oggi venuta meno la possibilità di ricostruire l’operazione in termini di mera operazione di “*capital market*”). Da qui l’oggetto sociale esclusivo, la *thin capitalization* e i peculiari tratti della gestione dei crediti in termini di gestione “passiva”, “conservativa”. Ogni elemento di inquinamento della chiara ed esclusiva *mission* del veicolo è stato dunque visto sin qui con estremo sfavore e sostanzialmente considerato estraneo al modello di riferimento e, in tal senso, anche la possibilità¹⁹ di temporaneo reinvestimento delle disponibilità liquide, che pur è oggi consentita sebbene con limiti, sollevò dall’inizio più d’una perplessità circa la sua compatibilità con la logica stessa della

¹⁵ E, tutta da verificare ci pare anche la compatibilità con le norme di rango europeo. Si veda ad es. la definizione di cartolarizzazione fornita dal regolamento CE 24/2009 in cui l’operazione pare applicarsi esclusivamente ad esposizioni qualificabili in termini di “crediti”, e dalla proposta di regolamento 2015/0226 (COD) in cui agli artt. 8, 12, viene espressamente esclusa l’ipotesi che le “esposizioni” sottostanti possano esser rappresentate da “valori mobiliari”.

¹⁶ Per tutti può rinviarsi a A. GIANNELLI, *La società per la cartolarizzazione dei crediti: questioni regolamentari e profili di diritto societario e dell’impresa*, in *Riv. soc.*, 2002, I, 930.

¹⁷ Su cui può rinviarsi a F. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in R. PARDOLESI (a cura di), *La Cartolarizzazione dei Crediti in Italia*, 80 e ss, nonché A. GIANNELLI, *op. cit.*, 929 e ss.

¹⁸ Non potendosi qui che rinviare a F. GALGANO, *Qual è l’oggetto della holding*, in *Contr. Impr.*, 1986, I, 327.

¹⁹ V. art. 2, comma 3, lett. e) della L. n. 130 del 1999.

“cartolarizzazione”²⁰. Evidentemente, l’ibridazione che di tale modello si determina per effetto della nuova operatività inaugurata con l’art. 7.1 - consentendo alla Società di Cartolarizzazione di svolgere una gestione attiva dei crediti che ne preveda (addirittura) una loro trasformazione in partecipazioni societarie²¹e, successivamente, una gestione attiva di queste (con tutti i profili, anche di responsabilità, connessi) - viene a minare irrimediabilmente quelle sottostanti opzioni concettuali; da questo punto di vista – e pur con i limiti di cui diremo in appresso – sarebbe stata forse più coerente la previsione di una detenzione indiretta di tali partecipazioni attraverso un veicolo ad hoc, conformemente alla soluzione adottata nel comma 4 con riguardo agli *asset* di natura immobiliare. Si osservi poi che, per un evidente mancato collegamento normativo interno alla legge, il nuovo art. 7.1 oggi stride, assai significativamente, con l’art. 1-*bis* della L. n. 130 del 1999 ove, nel disegnare il concetto stesso di cartolarizzazione, si continua a statuire che “*la presente legge si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni o titoli similari ovvero cambiali finanziarie, esclusi comunque titoli rappresentativi del capitale sociale*”²²...” (enfasi aggiunta).

Il rischio che potrebbe derivare in capo alla Società di Cartolarizzazione dalla detenzione e/o gestione di partecipazioni sociali vorrebbe poi forse esser scongiurato, nelle intenzioni degli estensori della norma, prevedendosi, nel comma 8, che “*nel caso previsto dal comma 3*” – e quindi, deve ritenersi, sia con riguardo alle partecipazioni sottoscritte o acquistate che alla “nuova finanza”

²⁰ Cfr. F. DI CIOMMO, *op. cit.* p. 82.

²¹ Peraltro, la conversione dei crediti in partecipazioni sociali (*rectius*, come dice il comma 3, in “azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi”) non è neppure limitata a quelle da cui consegue, in qualità di socio, un regime di limitazione di responsabilità per le obbligazioni sociali. Come noto a seguito della riforma del 2003 come si evince dagli articoli 2361 secondo comma cod.civ. e 111 *duodecies* delle disposizioni “per l’attuazione del codice civile”, - per quanto praticamente poco probabile nel nostro contesto – una società di capitali potrebbe diventare oggi socia di una società di persone, acquisendone le relative quote. Si veda Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 6072/I.

²² Impostazione restrittiva che, come visto, appare coerente con le indicazioni normative che possono trarsi dall’ordinamento europeo, v. *supra* nt. 15.

erogata²³ - “*compiti di gestione o amministrazione o i poteri di rappresentanza*”, debbano esser conferiti ad un “*soggetto di adeguata competenza e dotato delle necessarie abilitazioni o autorizzazioni in conformità alle disposizioni di legge applicabili*”. È tuttavia evidente come assai dubbia possa risultare la tenuta giuridica di un tale sistema di delega se finalizzata ad isolare efficientemente la SPV delegante dai rischi connessi all’attività di detenzione e gestione di partecipazioni sociali (anche di controllo) in società (peraltro “a rischio” di insolvenza). Si pensi innanzitutto ai titoli di responsabilità che – pur con riguardo a partecipazioni in società che garantiscano un regime di limitazione di responsabilità del socio per le obbligazioni sociali - possono comunque conseguire in capo al socio, in quanto tale. Tra gli esempi a cui si può pensare, potrebbe farsi quello delle obbligazioni per il lancio di un’offerta pubblica di acquisto obbligatoria a cui fosse tenuta la Società di Cartolarizzazione che si trovasse a detenere una partecipazione “rilevante” in un emittente quotato²⁴; quello dei molteplici titoli di responsabilità pre-contrattuale, contrattuale o c.d. “da prospetto”²⁵ che potrebbero sorgere in capo alla Società di Cartolarizzazione in occasione di operazioni di dismissione di tali partecipazioni; ovvero, ancora, a quello della responsabilità che possa ad essa conseguire, in quanto socio di controllo, per violazione della normativa antitrust. Ma anche prescindendosi da tali peculiari ipotesi, non possono certo sottovalutarsi quelle più “normali” individuabili nella responsabilità di natura latamente “gestionale” (anche, al limite, omissiva) che possa conseguire in capo al socio, solidalmente agli amministratori (oggi assai più stringente in

²³ Non condivisibile, alla luce del dato letterale, pare la ricostruzione della norma proposta da D. ALBAMONTE, *op. cit.*, 3 dove si afferma che in virtù della nuova norma oggetto di delega siano solo i “nuovi finanziamenti”.

²⁴ E ciò non tanto per effetto dell’acquisizione della partecipazione in sede di “conversione” del credito – essendo presumibile che, trattandosi di crediti deteriorati convertiti nell’ambito di procedure di composizione della crisi, opererebbe in tal caso l’esenzione di cui all’articolo 106 comma 5 let. a) – quanto per successivi atti di gestione della medesima: ad esempio la stipulazione di patti parasociali o l’incremento della stessa oltre le soglie rilevanti.

²⁵ Cfr. Per tutti si veda P.GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano 2008.

particolare quando la società partecipata sia una s.r.l.²⁶) e – qualora la Società di Cartolarizzazione detenga una partecipazione di controllo e finisca con l’esercitare attività di “direzione e coordinamento” - quella che possa derivare in capo alla Società di Cartolarizzazione per effetto dell’art. 2497 cod.civ.²⁷. In tali casi potrebbe risultare assai dubbio che questi profili di responsabilità possano essere del tutto esclusi in virtù di una delega gestoria di natura negoziale attribuita a terzi, ben potendo residuare in capo al soggetto delegante (socio), oneri di vigilanza sulle modalità di esercizio di quella delega²⁸. Problemi analoghi potrebbero poi porsi con riferimento ai rischi derivanti, in capo alla Società di Cartolarizzazione, dalla gestione - seppur delegata - dei finanziamenti di cui al comma 3; sebbene l’erogazione di finanziamenti fosse attività già consentita prima della novella in commento, con riguardo alla specifica nuova operatività in esame, in aggiunta alle “normali” responsabilità che potrebbero conseguire in capo al soggetto finanziatore per violazione della normativa in materia di usura, anatocismo, trasparenza etc. potrebbero qui darsi luogo a responsabilità assai più delicate, attesa la natura di quei finanziamenti in termini di “nuova finanza” erogata a supporto di imprese in crisi. La soluzione delineata, peraltro apre ulteriori e delicati problemi interpretativi nel momento in cui prevede che la citata delega gestoria debba essere conferita “*ad un soggetto di adeguata competenza e dotato delle necessarie abilitazioni o autorizzazioni in conformità alle disposizioni applicabili*”, prevedendosi poi che “*qualora* (?...locuzione spiazzante, che lascerebbe allora pensare

²⁶ A. M. LUCIANO, *La Gestione della S.r.l. nella pre-concorsuale*, in *Riv. soc.*, 2017, II-III, 405 e ss.; ancora R. RORDORF, *La responsabilità gestoria dei soci di S.r.l.*, *Le Società*, 2014, II, 1181.

²⁷ Significativo da questo punto di vista è il fatto che – nel derogare alla disciplina della postergazione dei “finanziamenti soci” – il comma 3, come visto, disapplica non solo l’art. 2467 cod. civ. ma anche l’art. 2497-*quinquies* che presuppone, per l’appunto, una situazione di “direzione e coordinamento” che quindi appare anche al legislatore del tutto plausibile nella fattispecie in esame.

²⁸ U. TOMBARI, *Autonomia privata e gruppi di imprese (Contratto di “coordinamento gerarchico”, “contratti di servizio” infragruppo e clausole statutarie come strumenti di disciplina dell’attività di direzione e coordinamento)*, in *www.notariato.it*, Studio n. 248/2009, nonché G. LATELLA, *La procura generale conferita a terzi dagli amministratori di società di capitali: condizioni e limiti di responsabilità*, in *Giur. Comm.* 2000, I, 124.

anche ad una diversa possibilità, soluzione che evidentemente appare però del tutto incoerente con l'elencazione di soggetti qualificati che segue) *tale soggetto sia una banca, un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del testo unico bancario, una società di intermediazione mobiliare o una società di gestione del risparmio*" a tale soggetto sono imputati non meglio precisati oneri di verifica della conformità *"dell'attività e delle operazioni* (da intendersi limitatamente a quelle oggetto di delega, deve ritenersi) *della Società di Cartolarizzazione (...) alla legge e al prospetto informativo*". Dalla non chiara disposizione, in base ad una interpretazione logica e sistematica, parrebbe comunque possibile trarre le seguenti conclusioni: i soggetti destinatari della delega debbono essere necessariamente individuati nel novero di quelli esplicitamente indicati (banche, intermediati ex 106 TUB, s.i.m. o s.g.r.) – nonostante, come detto, l'uso fuorviante del *"qualora"* - e tra questi occorrerà che la scelta avvenga considerando *"l'adeguata competenza"* e nel rispetto *"delle necessarie abilitazioni o autorizzazioni in conformità alle disposizioni applicabili"*. Tale condivisibile chiarimento dovrebbe dunque indurci a concludere che, ove si tratti di delega alla gestione dei *"finanziamenti"*, il soggetto delegato debba essere necessariamente una banca o un intermediario ex art. 106 TUB; ove invece oggetto di delega siano le partecipazioni *diequity* o *quasi-equity* – e perlomeno ove vi siano una pluralità di portatori di titoli *"nell'interesse dei quali"* deve esser svolta la delega gestoria, essendo allora il fenomeno strutturalmente del tutto analogo a quello della *"gestione collettiva del risparmio"* - nel sistema vigente, il soggetto a cui debba esser conferita la delega non potrebbe che esser una s.g.r., questo dovendo ritenersi l'unico soggetto *"abilitato e autorizzato"* alla gestione collettiva! Il che peraltro vorrebbe dire che agli schemi classici con cui la *"gestione collettiva del risparmio"* può svolgersi nel nostro Ordinamento - quello di natura contrattuale (fondo comune) o quello societario (sicav/sicaf) - verrebbe oggi aggiunto un terzo ibrido schema: Società di Cartolarizzazione con delega contrattuale esterna ad un gestore professionale, s.g.r. Soluzione che, peraltro, risulterebbe oggi di non immediato inquadramento nel vigente sistema normativo della Gestione Collettiva del Risparmio di cui la Parte II Titolo III del T.U.F. laddove, all'articolo 33 comma 1, è previsto che le s.g.r. possano

gestire il patrimonio e i rischi esclusivamente di “OICR”, dovendosi oggi intendere con tale acronimo la fattispecie definita all’articolo 1.1 k) del T.U.F. tra cui non compare e a cui, quindi, dovrebbe essere ricondotta anche la “società di cartolarizzazione”, o meglio, quella parte del suo patrimonio rappresentato da partecipazioni. Laddove, invece, non vi sia una pluralità di investitori (portatori di titoli), e non si possa dunque configurare un fenomeno di “gestione collettiva”, la gestione potrebbe essere affidata a intermediari finanziari *ex art.* 106 T.U.B, ovvero a s.i.m.

La sommaria disciplina della “cartolarizzazione finalizzata alla ristrutturazione” si chiude prevedendosi una estensione del regime di segregazione (separazione[33]) patrimoniale, sostanzialmente analogo a quello disciplinato nell’art. 3 commi 2 e 3 (a cui forse sarebbe stato più utile fare diretto rinvio), limitatamente però “*alle somme in qualsiasi modo rivenienti da tali azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi*”²⁹; inspiegabilmente (?)³⁰ nulla si dice invece per quei medesimi “*azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi*”. La segregazione, dunque, parrebbe operare solo sui flussi attesi dalle partecipazioni (a titolo, quindi, essenzialmente solo di dividendi e distribuzioni) e non sulle partecipazioni stesse, venendosi così a determinare un radicale mutamento nelle condizioni di “blindatura” dell’operazione, che peraltro avverrebbe in corso d’opera, passandosi da un *asset* (il credito) pienamente segregato e non aggredibile, quindi, da parte dei creditori della Società di Cartolarizzazione diversi dai portatori dei titoli emessi dalla Società di Cartolarizzazione, ad un *asset* (la partecipazione) aggredibile (anche) da qualsiasi altro

²⁹ Anche in relazione a tali somme risulta poi applicabile, in via interpretativa, la disciplina dei “conti” di cui al comma 3 dell’art. 3, riferendosi essa a “ogni altra somma pagata o comunque di spettanza della società ai sensi delle operazioni accessorie”.

³⁰ Ove si consideri, come visto, che la Società di cartolarizzazione, per effetto dello svolgimento della nuova sua attività di “*holding*”, (oggi più facilmente qualificabile come “imprenditoriale”), potrebbe rendersi responsabile per obbligazioni verso terzi, a vario titolo, l’assetto descritto potrebbe risultare effettivamente più compatibile con gli assetti di vertice sanciti nell’art. 2740 c.c., anche se nella fattispecie questi non risultano facilmente bilanciabili con gli interessi “dei portatori dei titoli”. Pensare ad un soggetto che svolga una tale attività in un regime di “irresponsabilità” patrimoniale potrebbe effettivamente apparire problematico.

creditore. Una tale soluzione pare evidentemente minare nel profondo una delle opzioni concettuali di fondo sottese alla disciplina delle cartolarizzazioni.

4. “*La cartolarizzazione immobiliare*”

Come già accennato, con la previsione di cui al comma 4³¹ del nuovo articolo 7.1 il Legislatore si è inoltre encomiabilmente prefissato di disciplinare con apposita disposizione la possibilità – fino ad allora ostacolata dalla normativa applicabile alle Società di Cartolarizzazione – di una più efficiente gestione dei “beni sottostanti” ai crediti oggetto di cartolarizzazione, tipicamente immobili (o beni mobili registrati) ipotecati a garanzia di quei crediti. Al fine di comprendere la sommaria disciplina prevista nel comma 4 del nuovo articolo, occorre preliminarmente impegnarsi nel tentativo di ricostruzione del modello operativo che la norma stessa pare sottendere; senza esplicitarlo però, il che contribuisce a renderla alquanto criptica per qualsiasi “profano” che non abbia familiarità con una certa operatività tipica della finanza immobiliare. E infatti, il modello di riferimento che si vorrebbe replicare nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione con la nuova disciplina in esame pare ispirato a quello che in ambito bancario (ma anche già di operazioni di cartolarizzazione) è stato incentrato sulla figura delle c.d. “ReoCo”³², quale strumento finalizzato ad una valorizzazione dell’*asset* immobiliare sottostante a crediti ipotecari. In tal senso,

³¹ E, in parte del comma 5 (che rappresenta una specificazione del comma 4 con specifico riferimento all’ipotesi di cessioni di crediti da *leasing*), e che non presenta peculiari profili strutturali meritevoli di attenzione oltre a quelli commentati nel testo, se non per il fatto che in questa particolare circostanza il legislatore pare prendere posizione sul tema della titolarità del capitale delle Società Veicolo, imponendo che questa debba essere consolidata nell’ambito di un Gruppo Bancario. Tale disposizione che evoca quella che può leggersi nel D.M. n. 53 del 2015 art. 3 comma 2 lett. f), pare giustificata dalla preoccupazione di natura regolamentare che l’attività finanziaria di *leasing* venga svolta, altrimenti, da un soggetto sottratto ad ogni regolamentazione e vigilanza, individuandosi così una soluzione “spuria”. Ben difficilmente, infatti, sarebbe giustificabile che il patrimonio della Società Veicolo venisse “consolidato” nella capogruppo bancaria, atteso il vincolo di destinazione a favore dell’operazione di cartolarizzazione che “dovrebbe” caratterizzarlo.

³² Acronimo di *Real Estate Owned Company*.

quindi, l'ipotesi è quella che vede una Società di Cartolarizzazione, titolare di un credito ipotecario, intervenire (indirettamente) nella procedura di esecuzione immobiliare, al fine di sostenere il prezzo e/o di rendersi, (indirettamente tramite una "società veicolo", di seguito "Società Veicolo"), cessionaria in asta dell'immobile oggetto di esecuzione, ove in quella sede i valori di realizzo risultassero (risulterebbero) inferiori a quelli adottati nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione del relativo credito, evitando così la realizzazione di una perdita. Operativamente l'operazione vede il finanziamento dell'acquisto in asta dell'immobile da parte della Società Veicolo, ad opera della stessa Società di Cartolarizzazione³³ (potendo spesso intervenire una banca che eroga un finanziamento "ponte", il quale viene poi subito rimborsato con i proventi della vendita in asta incamerati dalla Società di Cartolarizzazione stessa, in qualità di creditore ipotecario, ovvero da essa stessa accollato), la quale verrà dunque a trovarsi creditrice (chirografaria) nei confronti della Società Veicolo per un importo pari al valore a cui sarà avvenuto l'acquisto da quest'ultima effettuato (oltreché di un eventuale residuo credito chirografario verso il debitore ceduto originario). Nella prospettiva dell'operazione nei suddetti termini, tutti i flussi rivenienti dalla "detenzione gestione e dismissione" dell'immobile da parte della Società Veicolo dovranno (dovrebbero) essere destinati e asserviti al pagamento dei titoli emessi dalla Società di Cartolarizzazione in relazione all'originario credito ipotecario e trattati alla stregua dei

³³ Ma potrebbe ipotizzarsi, anche direttamente dall'/dagli investitore/i, portatore/i dei titoli che quindi avrebbe/avrebbero un credito verso la Società Veicolo al cui ripagamento dovranno essere destinati tutti i flussi derivanti dalla detenzione/gestione dell'*asset* immobiliare oggetto *direpossession*. Non pare invece compatibile con la disciplina delineata nella norma in commento, l'ipotesi che l'acquisto in asta dell'immobile da parte della Società Veicolo sia finanziata da un terzo (tipicamente una banca) e che il prezzo della vendita venga dunque incamerato dalla Società di Cartolarizzazione e destinato dai portatori dei titoli; nella realtà, infatti, tale ipotesi dovrebbe (perlomeno) prevedere che il terzo-banca finanziatore venga garantito da un ipoteca sull'immobile acquisito dalla Società Veicolo, il che però parrebbe immediatamente contraddittorio col principio che la gestione e valorizzazione dell'immobile debba avvenire "nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione".

flussi rivenienti da quei crediti³⁴. Ora, se questa è nella sostanza la struttura dell'operazione che la nuova norma si prefigge di disciplinare, non del tutto chiari risultano i profili di disciplina con cui tale schema operativo possa efficacemente innestarsi su una operazione di cartolarizzazione, salvandone le “tradizionali” logiche sottostanti.

Plurimi sono, infatti, i profili problematici che impongono all'interprete un notevole sforzo ermeneutico alla ricerca della reale intenzione del legislatore e, quindi, un approccio creativo da parte degli operatori che su questo labile tessuto normativo saranno chiamati a strutturare queste nuove operazioni, considerando, per di più, che tali operazioni di *repossession* dell'*asset* immobiliare avverranno durante la vita dell'operazione di cartolarizzazione (che pur dovrà prevedere dall'inizio quella possibile operatività nel suo programma).

Mantenendo ferma l'opzione concettuale di non “inquinare” la Società di Cartolarizzazione *ex* L. n. 130 del 1999 con attività gestorie

³⁴ Si osservi però che, nella formulazione del comma 4, non risulta chiaramente se tutti i flussi rivenienti dalla detenzione/gestione degli immobili oggetto di *repossession* debbano essere destinati ai portatori dei titoli (oltre che ai costi dell'operazione) o se ciò debba avvenire solo fino a concorrenza di quanto “*dovute* (ma a che titolo?) *dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione*” e quindi - nello schema operativo delineato nel testo - solo al rimborso del credito vantato dalla Società di Cartolarizzazione verso la Società Veicolo? Ipotesi, quest'ultima che renderebbe del tutto vano lo schema dell'operazione se l'*upside* di essa rimanesse nel veicolo! Da questo punto di vista, dunque - tra le varie ipotesi che, nel silenzio della norma, possono darsi e di cui si discuterà in appresso nel testo - parrebbe allora più funzionale allo schema e ai suoi obiettivi quella che vedesse la Società Veicolo detenuta dalla stessa Società di Cartolarizzazione, a cui tutto l'*upside* dell'operazione verrebbe dunque destinato in quanto “*dovuto*” (anche) a titolo di dividendi e distribuzioni. Lo schema potrebbe egualmente funzionare ove, in assenza di un vincolo partecipativo diretto tra Società di Cartolarizzazione e Società Veicolo, la destinazione dei flussi fosse vincolata e veicolata a favore dei portatori dei titoli per via esclusivamente “contrattuale”. Certo, questa ipotesi di “*profit extraction*” appare da un lato meno “blindata” con riguardo alla perimetrazione e controllo di quei flussi, dall'altro riaprirebbe delicate problematiche societarie circa la compatibilità, nel nostro ordinamento, di società senza fine di lucro, la cui gestione dovrebbe svolgersi nell'esclusivo interesse di soggetti diversi dai soci (tralasciandosi poi le altrettanto delicate questioni fiscali che potrebbero porsi in merito alla natura di quei flussi e, quindi al loro trattamento tributario).

o anche con posizioni dominicali da cui possono conseguire, in capo al “proprietario”, profili di responsabilità (contrattuale o extracontrattuale), si è correttamente fatto ricorso a una detenzione/gestione indiretta³⁵ di tali *assets* immobiliari, con soluzione diversa da quella adottata per le “partecipazioni” in *equity* di cui al comma 3 sopra analizzato. E tuttavia, tale condivisibile soluzione appare circondata, ad oggi, da un margine di incertezza che risulta operativamente limitante. Con vaghissima locuzione all’inizio del comma 4 si prevede infatti che “*Può essere costituita una società veicolo, nella forma di società di capitali, avente come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell’interesse esclusivo dell’operazione di cartolarizzazione, i beni immobili e mobili registrati nonché (... omissis)*”, senza alcuna chiara indicazione su quale debba/debbano essere il soggetto/i soggetti che procedono alla costituzione di tale Società Veicolo e che ne diventano, quindi, soci. Possono, almeno in teoria, ipotizzarsi tre opzioni³⁶: **(i)** che la totalità delle partecipazioni nella società veicolo immobiliare debba far capo agli investitori, portatori dei titoli emessi dalla Società di Cartolarizzazione; **(ii)** che la partecipazione totalitaria nella società veicolo immobiliare debba far capo alla stessa Società di Cartolarizzazione che quindi verrebbe a detenere il controllo totalitario sulla stessa; **(iii)** che la partecipazione nella società veicolo faccia capo a terzi soggetti esterni al perimetro dell’operazione. L’opzione di cui al punto **(i)** appare subito di difficile applicazione e puramente teorica (almeno laddove vi sia una pluralità di investitori) e ciò sia in fase di collocamento dei titoli emessi dalla

³⁵ Non pare a tal riguardo coerente al dettato normativo la ricostruzione della norma proposta DA D.ALBAMONTE, *op. cit.*, 2 dove si afferma che in virtù della nuova norma “*gli SPV che acquistano e cartolarizzano gli NPLs potranno... (ii) acquistare e gestire direttamente gli immobili*” (evidenza aggiunta).

³⁶ Non potendosi però escluderne una quarta; che con l’utilizzo vago e indeterminato della locuzione “può essere costituita una Società Veicolo”, di cui all’incipit del comma 4 in esame, il legislatore abbia cioè volutamente e consapevolmente lasciato aperte un ventaglio di soluzioni operative, rendendo però ancor più difficile il compito dell’interprete nell’individuazione di uno schema operativo che possa conciliarsi con le opzioni concettuali di fondo del fenomeno della “cartolarizzazione” come storicamente recepito e disciplinato nel nostro Ordinamento con la L. n. 130 del 1999, in cui, comunque, la novella legislativa che si commenta deve potersi collocare armoniosamente.

Società di Cartolarizzazione - a cui dovrebbe essere associata una contestuale e collegata offerta di partecipazioni della società veicolo immobiliare (risultando peraltro non percorribile l'ipotesi che tale veicolo possa essere costituito in forma di s.r.l., in virtù del vigente divieto di cui all'articolo 2468 primo comma cod. civ.) - sia nel concepire una struttura di *governance* coerente con la sua *mission*. Più percorribile operativamente e coerente al complessivo intervento normativo – che, come visto, al comma 3 inaugura la inedita possibilità per la Società di Cartolarizzazione di detenere partecipazioni, anche di controllo, in altre società - parrebbe l'interpretazione della indeterminata locuzione (“*può essere costituita*”) nel senso di cui al punto (ii); come “sdoganamento” cioè della possibilità, sin ad allora da escludersi, che una Società di Cartolarizzazione possa esser socia (anche totalitaria) di un'altra società, in questo caso finalizzata alla detenzione e gestione, in via **indiretta** quindi, degli *assets* immobiliari sottostanti ai crediti cartolarizzati. Il ricorso ad un distinto veicolo societario a responsabilità limitata (a tal fine sarebbe stato più opportuno sostituire la locuzione “*società di capitali*” con l'esplicito riferimento alle società per azioni e a quelle a responsabilità limitata) garantisce così l'isolamento della società stessa da ogni rischio e responsabilità derivanti e conseguenti dalla gestione e/o dalla detenzione degli *assets* immobiliari; rischio e responsabilità che rimarrebbero quindi circoscritte nel perimetro societario della Società Veicolo, salvaguardando la natura *insolvency remote* della Società di Cartolarizzazione; permarrebbe tuttavia pur sempre in capo ad essa il rischio di una potenziale responsabilità da direzione e coordinamento della Società Veicolo *ex art. 2497 cod.civ. e ss.*, nei medesimi termini visti sopra con riguardo alle partecipazioni che fossero detenute a seguito di “conversione” dei crediti in virtù della nuova operatività inaugurata dal comma 3 sopra commentato. Un'ulteriore conseguenza di tale soluzione che dovrebbe esser attentamente valutata è il rischio di riqualificazione del credito vantato dalla Società di Cartolarizzazione verso la Società Veicolo in termini di “finanziamento soci”, con tutto quel che ne consegue, non operando qui alcuna espressa deroga come invece in relazione al comma 3, nei termini anzidetti. La norma risulta poi lacunosa nel non prevedere alcunché in ordine alle modalità di esercizio dei poteri gestori della

partecipazione in tale Società Veicolo e della società stessa. Forse - sulla scorta di quanto previsto nel comma 8 con riferimento alla gestione delle partecipazioni convertite in società ristrutturande - sarebbe stato anche qui opportuno, pur con i limiti già sopra evidenziati, che la gestione della partecipazione in tale Società Veicolo dovesse essere affidata all'esterno a soggetti dotati di adeguata competenza. Similmente avrebbe potuto prevedersi che la gestione della stessa Società Veicolo - e quindi essenzialmente del suo patrimonio immobiliare - dovesse essere affidata a soggetti dotati di adeguate competenze; prevedendosi cioè l'obbligo della Società Veicolo di conferire - in via organica o contrattuale - la propria gestione all'esterno, a soggetto dotato di adeguata competenza.

Rimane infine da considerare l'ipotesi di cui sopra al punto (iii), in base alla quale con la vaga e generica locuzione "*può essere costituita una società veicolo*" il legislatore abbia voluto far riferimento (perlomeno anche) alla ipotesi che la Società Veicolo faccia capo a soggetti "terzi" (estranei cioè al perimetro dell'operazione, e cioè, gli investitori o la Società di Cartolarizzazione; considerandosi che, a questi fini, anche l'*originator* dovrebbe esser considerato "terzo"). Una tale ipotesi, in quanto tale e perlomeno a prima vista^[62], non avrebbe però dovuto richiedere una norma *ad hoc*, potendosi già riscontrare nella operatività corrente l'esistenza di "ReoCo" con un profilo operativo del tutto simile a quello descritto. A meno che il legislatore, con quella vaga locuzione "*può essere costituita*", non abbia così voluto proprio legittimare - potendosi altrimenti dubitare della sua legittimità nel nostro ordinamento - proprio (o anche) l'ipotesi di una società detenuta da "soci-terzi" ma priva, allora, di uno scopo di lucro. Tale ricostruzione della Società Veicolo come società priva di scopo di lucro risulterebbe infatti la soluzione più coerente con la "filosofia" dell'operazione; soluzione a cui si può pervenire però, solo ove si acceda ad una interpretazione della seconda parte del comma 4 in commento - relativa al regime di "segregazione" patrimoniale applicabile alla fattispecie - nei termini "creativi" di cui diremo in appresso e da cui consegue, allora, che la gestione di una Società Veicolo dovrebbe avvenire³⁷ senza alcuna finalità di

³⁷ Si osservi infatti che, sotto un profilo strettamente letterale, in base al comma 4 in commento, oggetto della gestione che deve avvenire nell' "interesse esclusivo

produzione di un utile di gestione destinato ai suoi soci. In sostanza, verrebbe qui disciplinata una nuova forma “speciale” di società priva di scopo di lucro, in maniera del tutto simile a quello che in dottrina si rilevò, all’epoca del varo della legge 130, con riferimento alla natura della stessa Società di Cartolarizzazione, laddove infatti questa spesso faceva capo a soggetti “terzi”, spesso Trust di diritto inglese o Stichting di diritto olandese, che garantivano una totale neutralità nella gestione della Società di Cartolarizzazione. Ma se così è, non può non segnalarsi la labilità e oscurità del contenuto normativo che, nel comma 4 in commento, si limita a disegnare una disciplina minimale e assolutamente scarna e inadeguata. Avrebbe cioè dovuto prevedersi, anche per la Società Veicolo, perlomeno un contenuto disciplinare analogo a quello disegnato per la Società di Cartolarizzazione nell’art. 3 della L. n. 130 del 1999 e, in aggiunta a ciò, regolarsi più in dettaglio profili quali la circolazione delle sue partecipazioni, le regole di “*profit extraction*” e, come già detto sopra, la sua gestione; tutti profili omessi dal legislatore. Profili che, peraltro - e massimamente nell’ipotesi in cui la Società Veicolo che verrà a detenere gli immobili in cui si sono “trasformati” i crediti, possa far capo a “terzi” – assumono estrema rilevanza, ove si ritenga che il nuovo schema operativo introdotto dal comma 4 deve comunque conciliarsi con le opzioni concettuali di fondo sottese al fenomeno della “cartolarizzazione”, come storicamente recepito e disciplinato nel nostro Ordinamento con la L. n. 130 del 1999.

Da questo punto di vista, infatti, tale nuovo schema operativo appare massimamente lacunoso proprio in relazione al profilo della segregazione patrimoniale che esso consente (o meglio, che non consente pienamente) di ottenere. E infatti, oggetto del regime di segregazione patrimoniale sono “*le somme in qualsiasi modo*

dell’operazione di cartolarizzazione” non è tanto la Società Veicolo, ma i beni oggetto di *repossession*. In tal senso - e volendo allora abbracciare una delle possibili opzioni interpretative del regime di segregazione disciplinato (maldestramente) dalla seconda parte del comma 4 e su cui ci soffermeremo in appresso nel testo – deve ritenersi che dalla gestione di quei beni (che costituisce l’unica attività che può esser svolta dalla Società Veicolo) non potrà generarsi alcun utile distribuibile ai soci, essendo ogni relativo e connesso provento qualificato da un vincolo legale di destinazione e separazione, nell’interesse esclusivo dei portatori dei titoli, oltretché al pagamento dei costi dell’operazione.

rivenienti dalla detenzione, gestione e dismissione di tali beni e diritti, dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione”, le quali, continua infatti la norma, “*sono assimilate, agli effetti della presente legge, ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell’operazione*”. Una prima e assai rilevante ambiguità ermeneutica nella ricostruzione del dato normativo sopra riportato deriva dalla circostanza che la norma sembra richiedere che tali somme oggetto del vincolo di destinazione e separazione, debbano essere al contempo “*in qualsiasi modo rivenienti dalla detenzione, gestione e dismissione di tali beni*” ma anche “*dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione*”; locuzione da intendersi come un inciso, nel senso di “in quanto dovute”? Ma, allora, dovute in che limiti e a che titolo? Oltre che a titolo di rimborso del debito esistente verso la Società di Cartolarizzazione, in quanto originato dall’acquisto dell’immobile, pare difficile configurare alcun altro “titolo” diverso da uno di natura partecipativa, con riguardo, quindi, a quanto possa esser dovuto dalla Società Veicolo alla Società di Cartolarizzazione a titolo di dividendi e altre distribuzioni; ricostruzione questa che supporterebbe allora l’opzione interpretativa che vedrebbe la Società Veicolo collocata “in pancia” alla Società di Cartolarizzazione. La norma forse avrebbe però voluto/dovuto dire, più chiaramente, con inequivoco intento prescrittivo (e non con quello che pare un inciso meramente “descrittivo”), che “*le somme in qualsiasi modo rivenienti dalla detenzione, gestione e dismissione di tali beni e diritti, sono dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione e sono assimilate...*”, introducendo così un “titolo” di natura legale in virtù del quale possa ritenersi esistente un originario vincolo di destinazione e quindi di segregazione. Solo in tal modo, peraltro, si riuscirebbe ad ottenere un regime di separazione patrimoniale efficace, anche a prescindere dalla soluzione che si voglia dare all’assetto partecipativo della Società Veicolo. In tal senso, infatti – in assenza di una interpretazione “creativa” della norma nel senso “prescrittivo” sopra indicato - anche nell’ipotesi in cui la Società Veicolo stia “in pancia” alla Società di Cartolarizzazione e che, quindi, per “somme (in quanto) dovute” dalla Società Veicolo alla Società di Cartolarizzazione, debbano intendersi (oltre a quanto eventualmente

dovuto per il debito di finanziamento dell'acquisto) anche i dividendi e le distribuzioni di natura partecipativa, non sarebbe comunque individuabile un efficace vincolo di destinazione e separazione originario e generale su tutti i flussi derivanti dalla detenzione e gestione dei beni, posto che (oltre che sulle somme "dovute" a rimborso del debito da finanziamento dell'acquisto), il vincolo sorgerebbe solo e in tanto in quanto venisse ad esistenza un credito della Società di Cartolarizzazione verso la Società Veicolo, a titolo di dividendi o distribuzioni; in assenza di ciò e fino a che ciò non si verifici per effetto delle necessarie deliberazioni societarie, le somme incassate dalla Società Veicolo (e deve ritenersi, limitatamente a quelle diverse da quelle che risultassero "dovute" a titolo di rimborso del debito da finanziamento dell'acquisto) rimarrebbero dunque aggredibili e sottratte al vincolo di separazione.

Deve poi osservarsi che anche qui nessun regime di segregazione è esplicitamente previsto né con riferimento alla partecipazione nella Società Veicolo, né con riferimento ai beni oggetto di *repossession* (immobili, mobili registrati o diritti). In sostanza, per effetto dell'operazione lo schema dell'operazione di cartolarizzazione vedrebbe il passaggio, in corso d'opera, da una situazione in cui il patrimonio della Società di Cartolarizzazione è costituito da un credito ipotecario, segregato a favore esclusivo dei portatori dei titoli (con i relativi flussi) e garantito da una ipoteca consolidata, ad una in cui la Società di Cartolarizzazione vanta un credito chirografario - verso un soggetto che potrebbe anche essere del tutto sottratto al suo controllo - che vede asserviti al suo rimborso solo sui flussi attesi³⁸ dalla detenzione, gestione e dismissione dei beni oggetto di *repossession*, ma non i beni stessi (!); i quali potrebbero, dunque, ben essere oggetto di aggressione da parte dei creditori della Società Veicolo³⁹ (e forse

³⁸ Con i limiti interpretativi già visti nel testo.

³⁹ Anche in questo caso, come già visto con riguardo alle partecipazioni di *equity*, una tale situazione non appare immediatamente incoerente con gli assetti di vertice sanciti nell'art. 2740 c.c.; essendo chiaro che gli interessi oggetto di tutela in base a tale norma generale non risultano qui facilmente bilanciabili con gli interessi "dell'operazione di cartolarizzazione", ove si consideri che la "Società Veicolo", può rendersi responsabile, per effetto dello svolgimento della sua attività (oggi assai più facilmente qualificabile come imprenditoriale), oltretutto per effetto della sua *status* di "proprietaria" degli immobili, di obbligazioni di natura contrattuale ed extra-contrattuale nei confronti di terzi creditori, volontari o

anche da quelli della Società di Cartolarizzazione, diversi dai portatori dei titoli). Non è da escludersi che un tale assetto di interessi possa risultare comunque preferibile a quella che sarebbe stata una chiusura “in perdita” dell’operazione per effetto di una vendita in asta a valori non coerenti con le aspettative sottese alla strutturazione dell’operazione, e tuttavia una tale radicale mutazione del profilo di rischio dovrebbe esser attentamente valutato anche nei suoi profili di compatibilità con il programma iniziale dell’operazione e con il suo *rating* in sede di emissione dei titoli. In tal senso, al fine di adottare soluzioni *credit enhancement* (o meglio, *re-enhancement*) dell’operazione, potrebbe allora pensarsi al ricorso a strumenti di rafforzamento della garanzia di diritto comune, ipotizzandosi un regime di patrimoni separati ex artt.2447-*bis* e ss., in capo alla Società Veicolo, (nonostante appaiano subito evidenti i limiti operativi di questa opzione), ovvero provvedendosi alla costituzione di una nuova garanzia ipotecaria a favore dei portatori dei titoli, sui beni oggetto di *repossession*, ovvero, ancora, a pegni sui flussi attuali e futuri rivenienti dalla gestione/dismissione degli immobili e sui conti della Società Veicolo.

involontari. Pensare quindi ad un soggetto che svolga una tale attività e rivesta tale *status* in un regime di “irresponsabilità” patrimoniale appare ovviamente assai problematico.