



ANNALI 2013 – ANNO I

(ESTRATTO)

UMBERTO VIOLANTE

LO STRETTO LEGAME TRA IL MERCATO DEL PRESTITO E IL MERCATO DEL
CREDITO DISTRESSED E I CONDIZIONAMENTI DELLE REGOLE GIURIDICHE

DIRETTORE DEL DIPARTIMENTO

BRUNO NOTARNICOLA

COORDINATORE DELLA COLLANA

FRANCESCO MASTROBERTI

COMMISSIONE PER GLI ANNALI DEL DIPARTIMENTO JONICO

BRUNO NOTARNICOLA, DOMENICO GAROFALO, RICCARDO PAGANO, GIUSEPPE LABANCA,
FRANCESCO MASTROBERTI, AURELIO ARNESE, GIUSEPPE SANSEVERINO, STEFANO VINCI

COMITATO SCIENTIFICO

DOMENICO GAROFALO, BRUNO NOTARNICOLA, RICCARDO PAGANO, ANTONIO FELICE
URICCHIO, MARIA TERESA PAOLA CAPUTI JAMBRENGHI, DANIELA CATERINO, MARIA LUISA DE
FILIPPI, ARCANGELO FORNARO, IVAN INGRAVALLO, GIUSEPPE LABANCA, TOMMASO LOSACCO,
GIUSEPPE LOSAPPPIO, FRANCESCO MASTROBERTI, FRANCESCO MOLITERNI, CONCETTA MARIA
NANNA, FABRIZIO PANZA, PAOLO PARDOLESI, FERDINANDO PARENTE, GIOVANNA REALI,
LAURA TAFARO, SEBASTIANO TAFARO, NICOLA TRIGGIANI

COMITATO REDAZIONALE

AURELIO ARNESE, GIUSEPPE SANSEVERINO, STEFANO VINCI

REDAZIONE:

PROF. FRANCESCO MASTROBERTI
DIPARTIMENTO JONICO IN SISTEMI ECONOMICI E GIURIDICI DEL MEDITERRANEO:
SOCIETÀ, AMBIENTE, CULTURE
VIA DUOMO, 259 C/O EX CASERMA ROSSAROLL
74123 - TARANTO
ITALY
E-MAIL: FMASTROBERTI@FASTWEBNET.IT
TELEFONO: + 39 099 372382
FAX: + 39 099 7340595
[HTTP://WWW.ANNALIDIPARTIMENTOJONICO.ORG](http://www.annalidipartimentojonico.org)

Umberto Violante

**LO STRETTO LEGAME TRA IL MERCATO DEL PRESTITO E IL MERCATO
DEL CREDITO DISTRESSED E I CONDIZIONAMENTI DELLE REGOLE
GIURIDICHE**

ABSTRACT	
<p>Se l'assenza di regole giuridiche in punto di trasferimento dei crediti non performing, deputati a confluire sul mercato secondario per il tramite di operazione di cartolarizzazione, è situazione capace di determinare fenomeni di illiquidità del mercato secondario con inevitabili ripercussioni sul mercato del prestito, la presenza di regole volte a disciplinare la circolazione dei crediti c.d. distressed sul mercato secondario non è sempre capace di scongiurarli. Regole di un certo tipo sono, infatti, capaci di disincentivare la domanda e l'offerta di credito distressed con riflessi pregiudizievoli sul mercato primario, dei quali ne costituiscono esempio emblematico il credit crunch, l'incremento del costo dei finanziamenti e la rigorosa selezione dei soggetti a cui concedere prestito.</p>	<p>This paper questions whether legal rules are important for the health of the market. If the lack of regulation that is concerned with the transfer of non performing credits to the secondary market (the re-selling market) is able to create a decrease in the liquidity of the resale market and affects indirectly the supply and demand in the lending market, the legal rules that is concerned with the sale and the purchase of distressed debt are not always suitable to resolve the problem. Some of them affect the supply and demand in the secondary market and if this one is illiquid, we could have on the capital market: no incentive for lenders to extend credit; raising of the costs of loan and no good situation for high risk companies to get loans.</p>
Mercato secondario – Cartolarizzazione dei crediti- Mercato del prestito	Secondary market – Securitisation – Capital market

SOMMARIO: 1. - Mercato secondario e cartolarizzazione dei crediti: le criticità indotte dall'assenza di regolamentazione dei crediti cartolarizzabili. 2.- Crisi di liquidità del mercato della rivendita del credito distressed e sue ripercussioni sul mercato del prestito. 3.- Incidenza della nuova normativa di vigilanza prudenziale di matrice comunitaria sull'offerta di credito distressed e crisi del mercato delle cartolarizzazioni.

1. – L'intensificazione sempre più marcata del credit crunch degli ultimi tempi e l'aspettativa dell'ulteriore peggioramento dell'offerta di credito nel corso del corrente anno a tutto svantaggio in particolar modo delle piccole e medie imprese del nostro Paese, sempre più alle prese con la difficoltà di accesso al credito, hanno alimentato

l'interrogativo sui rimedi adottabili per allentare la grave restrizione creditizia¹. Tra le opzioni indicate v'è ne è una, invero neppure tanto velatamente sponsorizzata dalla Banca centrale europea, che fa leva sulla rivitalizzazione del mercato delle cartolarizzazioni². Il che ha posto in modo lampante all'attenzione la questione dei riflessi e delle ricadute, sulla domanda e sull'offerta di credito distressed³, delle regole sulla circolazione del credito. Tant'è vero che da più parti si tende ad individuare proprio nella presenza di 'impedimenti di natura regolamentare'⁴, dovuta all'introduzione di una normativa di vigilanza prudenziale che ha imposto requisiti di capitale troppo stringenti per le banche⁵, l'origine del disincentivo all'utilizzo dello

¹ Vi è traccia di ciò un po' in tutti i quotidiani economici degli ultimi tempi.

² La necessità che siano rilanciate le cartolarizzazioni per facilitare l'accesso al credito è stata sostenuta con forza da Y. Mersch, membro del comitato esecutivo della Banca Centrale Europea (ne ha dato notizia *Il Sole 24 ore* del 19 aprile 2013, 3, «Bce pronta ad aiutare le imprese» di A. Merli e del 25 aprile 2013, 10, «L'economia tedesca si è fermata» di A. Merli) e M. Draghi più di recente (ne ha dato notizia *Il Sole 24 ore* del 3 maggio 2013, 2). A favore del rilancio delle cartolarizzazioni è anche G. TABELLINI, *Bce e credito alle imprese: l'ora di agire*, in *Il Sole 24 ore*, del 4 maggio 2013, p. 8.

³ Con la locuzione crediti distressed si intende far riferimento ai crediti (o titoli di altra natura) vantati nei confronti di aziende che affrontano difficoltà finanziarie temporanee o permanenti o che versano già in stato d'insolvenza. In proposito cfr. D. CARDASCIA, *Fondi speculativi, uno strumento per investitori sofisticati*, in *Amministrazione & Finanza*, 18/2006, 52, ss. ed in particolare 55 in cui l'autore specifica che i titoli distressed includono le azioni, le obbligazioni, i crediti commerciali o finanziari di aziende che affrontano difficoltà finanziarie. Sia consentito il rinvio anche al mio contributo *Cessione del credito e «Bankruptcy Claims Trading»*, in *Riv. critica dir. privato*, 2009, 431. In una prospettiva più ampia sul distressed debt si veda R.J. MANN, *Strategy and force in the liquidation of secured debt*, 1996, *Mich. L. Rev.*, 159 ss.; P.M. GOLDSCHMIND, *More Phoenix than vulture: the case for distressed investor presence in the bankruptcy reorganization process*, 2005, *Colum. Bus. L. Rev.*, 191 ss.; M. HARNER, *The corporate governance and public policy implications of activists distressed debt investing*, 2008, 77 *Fordham L. Rev.* 703 il quale, dopo aver premesso che l'espressione distressed debt si presta a multiple definizioni (spesso anche imprecise), osserva che «the phrase essentially is used to describe the debt of a financially troubled company that carries a high risk of default or nonpayment and, in turn, a potentially high rate of return». L'A. fa menzione in particolare del prestito bancario (bank loan) e delle pretese creditorie (claims) vantate nei confronti di società in difficoltà.

⁴ In questi termini si è espresso di recente proprio il governatore della BCE Mario Draghi (ne ha dato notizia A. Merli, *Aperti a tassi negativi sui depositi*, in *Il Sole 24 ore* del 3 maggio 2013, 2).

⁵ Il riferimento è al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio e alla direttiva n. 2013/36/UE del 26 giugno 2013 (individuati con l'acronimo CRD – Capital Requirements Directive), pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea del 27 giugno 2013 con i quali è stata data attuazione al c.d. accordo regolamentare di Basilea del dicembre 2010. In tale data il comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (composto dai rappresentanti delle Autorità di vigilanza di ventisette Paesi del mondo e che ha l'obiettivo di promuovere e rafforzare le pratiche di vigilanza e di gestione del rischio a livello mondiale) ha emanato disposizioni dettagliate riguardanti nuovi requisiti regolamentari, validi a livello mondiale, sull'adeguatezza patrimoniale e la liquidità degli enti creditizi, denominate collettivamente «accordo di Basilea III» (sfociato nella pubblicazione del c.d. *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari* e del c.d. *Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità*). Con la circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 è stata data attuazione in Italia alla direttiva 2013/36/UE. Le nuove disposizioni entreranno in vigore il 1° gennaio 2014. Dalla stessa data è direttamente applicabile nei singoli Stati membri il regolamento UE n. 575/2013 in materia di requisiti patrimoniali.

strumento della cartolarizzazione.

Il problema non è del tutto nuovo, se si considera che, sia pure sotto diversa forma, aleggiava già all'indomani della crisi finanziaria del 2007, allorché, per un verso, si metteva a nudo l'incapacità del mercato di autoregolamentarsi e, per altro verso, si auspicava l'intervento del diritto per disciplinarlo⁶. Anche in questo caso il leitmotiv era quello dell'importanza della regolamentazione per il buon funzionamento del mercato primario (quello del prestito) e secondario (quello della rivendita del credito in particolare distressed).

La crisi finanziaria del 2007, originata per lo più dai processi di securitization dei mutui sub-prime statunitensi, ha, infatti, offerto lo spunto per riflettere sul fatto che l'assenza di regole in tema di cessione dei bad loans può diventare un pericoloso boomerang per le aziende di credito e per i loro partners contrattuali. La qual cosa è molto probabile accada quando l'aspettativa di potersi disfare agevolmente anche di crediti di qualità scadente, attraverso il loro smistamento sul mercato secondario⁷, induce il ceto bancario ad erogare con sistematicità prestiti, senza valutare (e/o sottovalutando e/o non monitorando l'aspetto del) la solvibilità dei mutuatari⁸.

Per ragioni di completezza si consideri altresì in relazione alla cartolarizzazione dei crediti il 7° l'aggiornamento, intervenuto il 28 gennaio 2011, della circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006 (adesso superata dalla nuova circolare n. 285) con cui è stata data attuazione nel nostro ordinamento alle modifiche introdotte a Basilea nel 2010 alla disciplina prudenziale per le banche ed i gruppi bancari contenuta nella direttiva 2006/48CE e nella direttiva 2006/49CE del 14 giugno 2006 e successive modificazioni (con cui era stata data attuazione al c.d. Accordo di Basilea contrassegnato con l'espressione Basilea II).

⁶ Si vedano U. MATTEI, *Senza diritto, che mercato è ?*, in *Il Sole 24ore*, 5 giugno 2009, 2; G. ROSSI, *La più grande crisi? Quella del diritto*, in *Il Sole 24ore*, 2 settembre 2012; L. TORCHIA, *La regolazione del mercato e la crisi economica globale* (per gli ottant'anni di Guido Rossi), intervento svolto al convegno su Sistema dei controlli e diritto dell'impresa. Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi tenutosi a Roma il 22 marzo 2011 presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tre. Cfr. ancora R.A POSNER, *A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge (Mass.) 2009; J.E. STIGLITZ, *Freefall: America, free markets and the sinking of the world economy*, W.W. Northon & Company 2010.

⁷ Chi opera sul mercato secondario in veste di acquirente (es. banche d'investimento o *hedge funds*) punta di frequente su titoli, aventi come sottostante crediti distressed, sia nell'ottica di poter conseguire alti rendimenti sia al fine di poter riutilizzare le ABS acquistate, re-impacchettandole in altre obbligazioni (i c.d. CDO), così da ottenere altri prodotti di finanza strutturata, da rivendere ancora sul mercato.

⁸ Si badi che proprio il diverso approccio operativo che ha portato e che conduce non pochi intermediari bancari a passare da un modello 'originate and hold' (caratterizzato dalla conservazione del prestito in bilancio sino alla scadenza) ad un modello 'originate and distribute' (caratterizzato dalla rivendita del credito per le attività di cartolarizzazione) è capace di influenzare l'atteggiamento della banca, proprio nel senso di renderla meno selettiva e/o meno prudente. In altri termini, la consapevolezza che il prestito graverà solo transitoriamente sul bilancio, perché presto il relativo credito sarà ceduto, è circostanza idonea ad attenuare la propensione a vagliare con accuratezza e a dare eccessivo peso alla solvibilità del debitore (proprio perché il rischio dell'insolvenza è destinato ad essere traslato all'esterno). E ciò tanto più nella misura in cui vi sia un mercato secondario liquido e in grado addirittura di intensificare gli scambi (spesso basati su una vera e propria scommessa in ragione di un sottostante ad altissimo rischio d'insolvenza che solo una poco probabile inversione di tendenza

La concessione di finanziamenti a controparti incapaci di offrire garanzie idonee, perché già all'atto del prestito insufficienti e/o appena sufficienti (a garantire la restituzione del dovuto per capitale ed interessi), ma a patto che non si verificino medio tempore altri prevedibili eventi (es. deterioramento e/o perdita di valore del bene sul quale è costituita la garanzia)⁹, oltre a quello di default del debitore, genera un rischio di credito significativo. La sua traslazione mediante lo strumento della cartolarizzazione non è sempre in grado di assicurarne una distribuzione sulla collettività degli investitori priva di conseguenze pregiudizievoli¹⁰, ma può anche produrre, nel caso in cui il rischio venga a materializzarsi, contraccolpi significativi sul mercato.

Se, infatti, il tasso delle insolvenze di ciascuno dei molteplici portafogli cartolarizzati è assai elevato e le aspettative di recuperare il credito (per interessi e capitale) da ogni singolo debitore in default sono alquanto basse, il *cash flow* è compromesso; conseguentemente, i titoli sottoscritti dagli investitori non potranno essere rimborsati dal cessionario-emittente, se non con l'intervento di coloro che avevano offerto garanzie esterne – in attuazione dei c.d. piani di credit enhancement¹¹ – e nei limiti del rischio assicurato. Tuttavia, anche chi ha assicurato il rischio dell'insolvenza delle obbligazioni¹² potrebbe trovarsi nell'impossibilità di soddisfare le pretese degli investitori, allorché, al momento del materializzarsi delle scadenze, sia sfornito di liquidità sufficiente a fronteggiare la mole dei rimborsi, provenienti da

potrebbe scongiurare).

Si pensi a questo proposito alle cartolarizzazioni dei c.d. mutui sub-prime statunitensi.

⁹ Va osservato tuttavia che il deterioramento e/o la perdita di valore del bene sul quale è costituita la garanzia non è l'unico evento da mettere in conto. Anche il c.d. rischio di cambio rappresenta una variabile non trascurabile. Per rendersene conto basterebbe pensare a quelle situazioni in cui gli Istituti bancari erogano mutui in euro o dollaro o franchi svizzeri a beneficiari che dovranno ripagare le rate in valuta locale. In questo caso l'eventuale svalutazione della moneta locale (da mettere in conto ancor più nell'ipotesi in cui la somma presa a mutuo debba essere restituita in un arco temporale assai lungo) potrebbe condizionare non poco (rendendolo problematico) il pagamento al mutuante delle rate mensili.

¹⁰ Proprio la sensazione (e/o il convincimento) che la traslazione del rischio di credito equivalga a parcellizzare e/o frammentare il rischio dell'insolvenza, così da attenuarne le conseguenze in virtù della sua distribuzione su una moltitudine di soggetti, può costituire il volano per alimentare operazioni che già in partenza sono ad elevatissimo rischio di compromissione globale del cash-flow.

¹¹ Si badi in ogni caso che la garanzia contro il rischio di insolvenza non potrà mai riguardare tutto il portafoglio cartolarizzato ma soltanto una sua parte e in particolar modo quella parte costituita dalle tranches dotate di miglior *rating*.

¹² Le polizze che servono per assicurarsi contro l'insolvenza di qualunque obbligazione sono dette di credit default swaps (CDS), intorno alle quali ruota un mercato di oltre 50 mila miliardi di dollari consolidatosi nell'ultimo decennio ma caratterizzato da forte opacità per l'assoluta mancanza di regole e requisiti patrimoniali degli emittenti (che rendono difficile determinare la reale esposizione di ciascuna istituzione finanziaria e talvolta addirittura il nome di chi dovrà risarcire l'eventuale danno da default). Ne riferiscono in questi termini il Sole 24 Ore del 28 settembre 2008, alla p. 17 e W. RIOLFI, *Credit default swap, un castello di carta da 55 mila miliardi*, in Sole 24 Ore del 11 ottobre 2008, alla p. 6. Si tratta di polizze acquistabili normalmente presso banche, hedge funds e assicurazioni (cfr. *La grande crisi*, in Il Sole 24 Ore (mensile - Anno XVII n. 1/2008), ottobre 2008, 30 ss.)

più parti (e connessi alle molteplici posizioni cartolarizzate)¹³.

Una situazione di questo tipo non appare irrealistica, tutte le volte in cui si verificano in modo concomitante i seguenti eventi:

a) insolvenze generalizzate tra i crediti posti a base dell'emissione obbligazionaria cartolarizzata;

b) aspettativa di recuperare, nella migliore delle ipotesi, una parte soltanto dei crediti vantati per l'assenza e/o l'insufficienza di garanzie¹⁴;

c) diffusione su base esponenziale delle insolvenze e delle aspettative, indicate rispettivamente alle lettere a) e b) che precedono, in ragione della presenza di numerose posizioni in distress nei molteplici portafogli cartolarizzati e nei loro derivati;

d) sovraesposizione dell'assicuratore al rischio di default delle obbligazioni assicurate, non accompagnata da un buon livello di capitalizzazione;

e) richieste di rimborsi di significativa incidenza (per la dimensione del quantum complessivo), concentrate in un arco temporale relativamente ristretto (si da apparire contestuali)¹⁵.

In presenza di uno scenario così caratterizzato, il mercato secondario -proprio come è accaduto qualche anno fa negli Stati Uniti - è destinato a diventare illiquido¹⁶.

¹³ La probabilità di trovarsi a corto di liquidità nell'ipotesi in cui l'assicuratore si ritrovi al cospetto di situazioni d'insolvenza generalizzata non è puramente teorica, sol che si consideri la situazione dei tre colossi assicurativi di obbligazioni Usa (Aca, Ambac e Mbia) alle prese con la crisi dei c.d. mutui sub-prime. I tre assicuratori non hanno abbastanza liquidità per rimborsare tutte le obbligazioni a rischio di default che hanno assicurato. Il caso più singolare è quello di Aca: ha un capitale di 425 milioni di dollari e assicura obbligazioni di oltre 60 miliardi (ne riferisce in questi termini il Sole 24 Ore del 28 settembre 2008, alla p. 17). Senza menzionare poi il caso (che di recente ha avuto forte impatto mediatico) relativo al blasonato colosso assicuratore, Aig.

¹⁴ A cui andrà aggiunta l'aspettativa di dover sopportare ingenti costi per avviare le azioni recuperatorie che, in un contesto in cui i beni a garanzia sono già di per sé incapienti a garantire il rimborso del capitale più interessi, non potranno essere recuperati. E non v'è dubbio che, anche soltanto il materializzarsi dell'aspettativa del mancato recupero dei notevoli costi sopportati per il recupero dei bad credits (che ovviamente in uno scenario in cui le insolvenze sono generalizzate andrebbero moltiplicati per tutte le molteplici posizioni in sofferenza), di per sé sola è circostanza idonea a sconvolgere ogni previsione relativa ai flussi finanziari con ripercussioni non trascurabili sulla capacità di rimborso alle scadenze. Si stima che normalmente i costi delle procedure legali raggiungono e talvolta superano (ne riferiva in questi termini nell'anno 1999 E. SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 436 ss. ed in particolare alla p. 446) il 20-25% del credito azionato (senza possibilità di recupero ovviamente se la garanzia reale manca o è già insufficiente a consentire il recupero del valore nominale del finanziamento erogato).

¹⁵ Conseguenza dell'insolvenza generalizzata dei mutuatari il cui debito fa da sottostante dei portafogli cartolarizzati.

¹⁶ In termini generali si parla di liquidità per alludere alla disponibilità di moneta. Il termine designa più specificamente la capacità attribuita a un investimento di trasformarsi in moneta in tempi brevi e senza perdite di valore (ne riferisce in questi termini il sito <http://www.mondohedge.com>). Sicché, il concetto di liquidità è evocativo della facilità con cui un'attività finanziaria può essere scambiata sul mercato immediatamente dopo aver assunto la decisione di vendere.

Sicché un mercato secondario privo di liquidità è un mercato in cui non c'è una domanda in grado di soddisfare l'offerta generata dalle transazioni del mercato del prestito. Il che è proprio quello che si è

Nessun investitore, invero, sarà più disposto a soddisfare l'offerta di titoli cartolarizzati, per il timore del materializzarsi del c.d. rischio di controparte¹⁷ e per l'aspettativa di restarvi esposto senza possibilità di recuperare alcunché. Ciò ancor più da parte di chi ha già in portafoglio titoli a rischio di default.

L'elevata percezione del rischio di credito indurrà i possessori di asset backed securities – e tanto più chi mostrerà bassa propensione al rischio, indipendentemente dal rating attribuito al titolo – a venderle per far cassa, ma con tutte le difficoltà connesse al reperimento di compratori, disposti ad acquistarle. L'eccesso di offerta di titoli (non necessariamente distressed) determinerà il crollo dei prezzi.

In questo scenario neppure i principali players del mercato secondario, gli hedge funds¹⁸ e le banche d'investimento¹⁹, normalmente in grado di assicurare buona

verificato negli ultimi anni per effetto della recente crisi finanziaria.

¹⁷ In base alla circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006 il rischio di controparte è il rischio che la controparte di una transazione avente a oggetto determinati strumenti finanziari risulti inadempiente prima del regolamento della transazione stessa (cfr. il capitolo, 3 titolo II della medesima circolare).

Il semplice sospetto che possano esservi delle insolvenze può determinare disincentivo all'acquisto, allorché sia impossibile escludere che tra i titoli dell'asset cartolarizzato siano presenti stocks di obbligazioni spazzatura, che esporrebbero a notevoli rischi il cash flow; ciò indipendentemente dal giudizio complessivamente attribuito dalle società di *rating*. A questo riguardo va considerato che i destinatari finali dei prodotti finanziari non dispongono dei canali d'informazione di cui si avvalgono le banche, quando in sede d'istruttoria valutano le capacità di credito dei clienti e, quindi, la loro concreta solvibilità. Sicché «nel passaggio dai singoli affidamenti alla massa cartolarizzata si assiste ad una inevitabile generalizzazione (ed opacizzazione) dell'informazione sui livelli di rischio ... a ciò aggiungasi l'intrinseca difficoltà di quantificare in maniera corretta la presenza di rischi in rapporti che vedono determinati strumenti finanziari, riconducibili a primari operatori internazionali del settore, classificati con valori attestati su posizioni elevate delle scale di rating ...» (sono parole di F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2008, 20 ss. e segnatamente 31).

¹⁸ Per quanto concerne la normativa italiana che regola e disciplina gli Hedge funds, si deve fare riferimento al Decreto 24 maggio 1999 n. 228 e successive modificazioni e integrazioni (regolamento attuativo dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento). Va osservato che agli hedge funds (fondi speculativi) viene data la possibilità di utilizzare tecniche di investimento che ai fondi comuni sono precluse, come ad esempio la possibilità di effettuare le vendite allo scoperto (short selling), oppure di utilizzare la leva finanziaria (indebitamento) oltre certi limiti o ancora derivati. Lo short selling (o vendita allo scoperto) è la pratica di prendere a prestito titoli di cui si prevede la possibilità di ribasso, venderli sul mercato investendo i proventi e ricomprando poi gli strumenti finanziari in questione per restituirli a scadenza, lucrando la differenza tra prezzo di vendita e prezzo di riacquisto. L'utilizzo della leva finanziaria (leverage), consiste nell'indebitamento allo scopo di investire il denaro preso a prestito. Di solito i fondi che utilizzano questo mezzo investono 2 volte (nel caso delle azioni) o 3 volte (nel caso di acquisto di obbligazioni) il loro patrimonio netto, ma talora (specialmente nel caso dei grossi fondi global macro) arrivano fino a 4/7 volte.

In una prospettiva riassuntiva (cfr. il sito www.mondohedge.com) si può dire che l'hedge fund è definibile come un fondo che presenta una o più delle seguenti caratteristiche: ricerca di rendimenti assoluti, cioè di ottenere performance positive indipendentemente dall'andamento del mercato; utilizzo sia di posizione lunghe, sia di posizioni corte; utilizzo della leva finanziaria; libertà di movimento sui mercati e di scelta delle attività in cui investire; particolare sistema retributivo dei manager, basato su commissioni di incentivo; utilizzo di strumenti derivati; impiego delle disponibilità del gestore nel

liquidità a quest'ultimo (e principalmente ai segmenti c.d. distressed e/o a basso rating), saranno capaci di sostenere la domanda di acquisto. In una situazione in cui la percezione del rischio di controparte diviene elevata e mancano sufficienti informazioni, che consentano di verificare e/o monitorare le caratteristiche e l'andamento del prodotto (o, meglio, del c.d. sottostante che lo costituisce), sul quale è stato orientato l'investimento, è normale attendersi i riscatti degli investitori e che questi seguano a ruota l'uno dietro l'altro. Il che non è senza ricadute sui livelli di liquidità²⁰. Ma il decremento di liquidità, derivante dal peso dei riscatti, è destinato ad aumentare ancora, in tutte le situazioni in cui sia preventivabile anche un certo grado di esposizione, connesso alla vendita di polizze anti-default (i c.d. credit default swaps²¹). Non v'è dubbio, infatti, che le inevitabili pressioni che i fondi hedge e le

patrimonio del fondo; alte soglie d'ingresso (spesso intorno al \$ 1.000.000); ridotto grado di trasparenza verso l'esterno.

Non molto tempo fa cfr. il Rapporto del gruppo di lavoro su *Fondi comuni italiani: Situazione attuale e possibili linee di intervento*, luglio 2008 (disponibile nella sezione Vigilanza del sito della Banca d'Italia) elaborato dal gruppo di lavoro promosso da Via Nazionale, a cui hanno partecipato il MEF, la Consob, Assogestioni e alcuni rappresentanti del settore del risparmio gestito, in cui si precisa che "in Italia i fondi speculativi hanno registrato un rapido sviluppo a partire dal 2001. Essi si caratterizzano per l'assenza di vincoli all'operatività (possono, ad es., indebitarsi, vendere allo scoperto e operare in derivati senza limiti); per questo motivo, possono assumere anche posizioni molto rischiose. Nel corso di questo decennio i fondi speculativi italiani si sono rivelati un utile strumento di diversificazione del rischio di portafoglio; analoghi fondi sono stati introdotti in diversi altri paesi europei. In Italia la struttura largamente predominante è quella del fondo di hedge funds, ma sono da anni operativi anche alcuni fondi speculativi a gestore unico (single manager), che attuano direttamente la propria strategia di investimento e rappresentano veri e propri hedge funds di diritto italiano". La Banca d'Italia qualifica i fondi hedge come «organismi finanziari, localizzati generalmente in centri off-shore o negli Stati Uniti, contraddistinti dal numero ristretto dei soci partecipanti e dall'elevato investimento minimo richiesto. Non hanno vincoli in materia di obiettivi e strumenti d'investimento e possono assumere posizioni finanziandosi anche con forti indebitamenti. Sono soggetti a una normativa prudenziale più limitata rispetto agli altri operatori finanziari».

In relazione agli hedge funds e al loro modo di operare con assunzione di esposizioni particolarmente rischiose, interessanti spunti in R. WOLCOTT, *Un asset class a pieno titolo*, in *Risk Italia*, novembre 2004, disponibile all'indirizzo <http://db.riskwaters.com/global/risk/foreign/italia/Nov2004/cdo.pdf>, il quale sottolinea, tra le altre cose, la propensione sempre più marcata degli hedge funds ad investire in tranches senior-distressed e in tranches mezzanine.

¹⁹ In relazione alle banche d'investimento va osservato che con delibera del Cicr del 6 febbraio 1987 viene regolata in Italia l'attività di investment banking. Sulle attività in genere delle banche d'investimento cfr. M. BELLO, *L'investment banking: descrizione dell'attività e caratteristiche degli operatori*, 1999, disponibile al seguente indirizzo www.archivoceradi.luiss.it/documenti/archivoceradi/impresa/banca/invbank_Bello.pdf; utili spunti anche in R. MORO VISCONTI e D. RIZZI, *La valutazione delle investment banks: modelli di business e value drivers*, in *Banche e Banchieri*, 2006, 199 ss.

²⁰ Ciò tanto più nell'ipotesi in cui i fondi hedge siano alle prese anche con i rientri delle linee di credito delle banche. Circostanza quest'ultima non soltanto teorica ma, al contrario, piuttosto ricorrente, se si considera che l'operato degli hedge funds è caratterizzato da forti acquisizioni a leva (e dunque da notevole indebitamento).

²¹ Il contratto di credit default swap non è normativamente tipizzato né nel nostro ordinamento né in quello statunitense ove esso ha avuto origine nel corso degli anni novanta del secolo scorso. Nel 1999 la International Swaps and Derivatives Association (la principale associazione dei dealers di contratti

banche d'investimento subiranno, per effetto delle molteplici richieste di rimborso dei collaterali, di emittenti divenuti insolventi, determineranno ulteriori sbilanciamenti dal punto di vista finanziario. Se a ciò si aggiungono le perdite già registrate per gli investimenti non andati a buon fine (e di cui essi stessi sono rimasti vittime a causa del default dell'emittente), nonché quelle preventivabili per i probabili mancati rimborsi non ancora scaduti, si ha una più completa percezione della incapacità (in un momento simile) dei fondi hedge e delle banche d'affari a proporsi come acquirenti sul mercato secondario. Semmai è normale aspettarsi il contrario.

In un contesto in cui domina l'illiquidità, anche gli operatori del distressed avranno l'esigenza di reperire risorse per far fronte agli impegni assunti e, dunque, cercheranno di cedere quanto meno (e sempre che ve ne siano) gli attivi di maggior valore²² (o che non l'hanno ancora perso). Ma non senza difficoltà e ad un prezzo che presumibilmente sarà (quasi) imposto da colui il quale si proporrà come acquirente²³.

2. – L'assenza di liquidità non è, tuttavia, destinata a restare un fenomeno circoscritto al mercato secondario, nel quale scarseggia la propensione ad investire (e/o non vi sono le condizioni per poterlo fare) e in cui i note-holders vorrebbero disfarsi dei titoli in portafoglio senza riuscirci e/o a prezzi stracciati (rispetto al valore

derivati) ha iniziato a produrre documentazione contrattuale standardizzata alla quale normalmente le parti fanno riferimento. Le parti del contratto sono il protection seller e il protection buyer. Il primo assume il rischio di un sinistro legato al credito sottostante ed il secondo ottiene dal primo un'assicurazione rispetto a quel rischio. Il contratto ha ad oggetto lo scambio tra il pagamento da parte del protection buyer al protection seller di un flusso monetario certo (prezzo) contro il pagamento dal secondo al primo di un flusso monetario incerto (indennizzo corrispondente al danno corrispondente al mancato pagamento ricevuto o al parziale pagamento ricevuto). Sul credit default swap si vedano S. DASS, *Credit Derivatives: Trading & Management of Credit & Default Risk*, Singapore: Wiley, 1998; J.C. HULL e A. WHITE, «Valuing Credit Default Swaps I: No Counterparty Default Risk», *Journal of Derivatives*, 8, 1, (Fall. 2000), 29-40; J.C. HULL, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, (traduzione di E. Barone), Pearson, 2005, 479 ss.; S.J. LUBBEN, *Credit Derivatives & the Future of Chapter 11* (July 17, 2007) *Seton Hall Public Law Research Paper No. 906613 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=906613>*; E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi. Market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 632 ss.

²² Non a caso proprio in un momento come quello attuale, caratterizzato anche in Europa – Italia non esclusa – da problemi di liquidità e/o da aspettative di scarsa liquidità (per effetto delle ripercussioni indotte dalla crisi dei sub-prime Usa), non pochi analisti hanno rilevato che i fondi hedge potrebbero “vendere titoli azionari e obbligazionari per centinaia di miliardi di dollari” entro la fine del 2008 (Ne riferisce in questi termini M. NIADA, *Hedge a rischio estinzione*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 ottobre 2008, alla p. 6). Appare infatti difficile ipotizzare che gli hedge possano attingere al prestito bancario in situazioni in cui vi è scarsa liquidità, posto che è normale ipotizzare un diffuso atteggiamento di diffidenza da parte di coloro che (le banche che ne abbiano la possibilità) dovrebbero fare credito a chi (come gli hedge funds) si trova frequentemente in una situazione di forte esposizione in virtù di un modus agendi caratterizzato anche da acquisizioni a leva.

²³ In un contesto in cui è diffusa l'illiquidità, i prezzi potrebbero riflettere piuttosto la carenza di liquidità che i sottostanti e/o i fondamentali e ciò, tanto più in un momento in cui sia altrettanto diffusa la consapevolezza che l'offerta supera di gran lunga la domanda di acquisto e che chi offre ha impellenti necessità di acquisire liquidità (per le pressioni derivanti dall'esigenza di non restare inadempiente agli impegni assunti).

nominale).

Il crollo della domanda di asset backed securities (e/o di collateralized debt obligation) non appare, invero, privo di riflessi sull'offerta di prestito alle imprese, posto che è capace di determinarne la contrazione, in ragione dell'aspettativa di condizioni ostili all'approvvigionamento di liquidità sul mercato secondario²⁴.

Alla diminuzione dell'offerta di finanziamento è normale preventivare che si accompagnino i seguenti tre atteggiamenti:

a) aumento del costo del danaro;

b) rigorosa selezione dell'utenza, a cui concedere prestito (con costante monitoraggio delle condizioni patrimoniali del mutuatario che abbia ottenuto credito);

c) propensione ad erogare mutui a breve termine.

Il primo, dovuto alla necessità di applicare un tasso d'interesse più remunerativo di quello applicato in precedenza (rectius quando era agevole il reperimento di liquidità sul mercato secondario); la seconda, dettata dall'esigenza di evitare sovraesposizioni al rischio di credito con l'ammissione al finanziamento di soggetti non dotati di elevata solvibilità²⁵; la terza, finalizzata a contenere la probabilità dell'accadimento dell'evento di default del mutuatario (che cresce all'aumentare del periodo in cui si protrae l'esposizione).

In presenza di simili condizioni il sistema bancario subisce inevitabili contraccolpi, destinati ad aumentare al crescere del problema dell'inadeguatezza del patrimonio aziendale in relazione ai coefficienti di solvibilità. Il rispetto del principio secondo cui le banche devono necessariamente dotarsi di un certo ammontare minimo di capitale (i.e. capital adequacy) per far fronte ai rischi della propria attività e alle conseguenti perdite che ne potrebbero scaturire è, infatti, condizione per l'operatività stessa delle aziende di credito sin da quando è stato stipulato nel 1988 il c.d. Accordo di Basilea sul Capitale (recepito nell'allora Comunità Europea per mezzo della

²⁴ E la suddetta aspettativa appare capace di giocare un ruolo non trascurabile non soltanto nell'ipotesi in cui l'azienda di credito nutra particolare avversione al rischio (che la induce a conservare la liquidità necessaria per lo svolgimento della regolare attività creditizia, in ragione delle preoccupazioni connesse all'incertezza dei mesi futuri) ma anche nel caso in cui l'azienda, pur non avendo eccessiva avversione al rischio, preferisca tesaurizzare oggi nella prospettiva di poter spuntare un prezzo più elevato domani, in ragione del peggioramento delle condizioni di illiquidità. In quest'ultimo caso l'aspettativa del perdurare della scarsa liquidità incoraggia un atteggiamento speculativo (non si presta oggi per prestare domani a prezzi più convenienti per effetto dell'aggravarsi della situazione di illiquidità).

Si badi in ogni caso che, se all'aspettativa della difficoltà di approvvigionarsi sul mercato secondario si aggiunge anche quella del non agevole reperimento di liquidità, attingendo al prestito interbancario, la contrazione dell'offerta di prestito alle imprese potrebbe essere ancor maggiore.

²⁵ In un contesto come quello descritto nel testo è intuibile che la capacità di generare ingenti utili potrebbe non bastare (in ragione delle mutate situazioni di liquidità del mercato secondario) ad assicurare l'accesso al credito, in precedenza invece concesso, se non vi è anche la possibilità di offrire a garanzia beni immobiliari idonei. E ciò potrebbe condizionare e avere delle ricadute anche – ed a maggior ragione – sul prestito già concesso in precedenza (allorché non sussistevano problemi di illiquidità del mercato secondario).

direttiva 89/299/CEE del Consiglio del 17 aprile 1989, concernente i fondi propri degli enti creditizi e della direttiva 89/647/CEE del 18 dicembre 1998, relativa al coefficiente di solvibilità degli enti creditizi).

Sotto altro profilo un numero imprecisato di aziende che operano, facendo abituale ricorso al prestito, non potrà avervi accesso, per la difficoltà di comprovare quell'elevata solvibilità (rectius capacità di rimborsare il prestito nel medio-lungo periodo), richiesta dagli istituti di credito (ormai sempre più selettivi) come condizione ineludibile per l'erogazione del finanziamento e per la conservazione della disponibilità monetaria concessa (ove il prestito sia stato già dato)²⁶.

3. – La situazione attuale del nostro mercato del prestito presenta evidenti analogie con lo scenario appena delineato. Alla base delle sue criticità vi è, tuttavia, un problema opposto a quello dei riflessi generati sulla domanda di credito distressed dall'assenza di regole in punto di trasferimento dei crediti non performing deputati a confluire sul mercato secondario per il tramite di operazione di cartolarizzazione.

All'origine del credit crunch, dell'aspettativa del peggioramento dell'offerta di prestiti alle imprese, dell'incremento del costo dei finanziamenti e della rigorosa selezione delle aziende a cui concedere credito vi sono questa volta, come già accennato in apertura, le ricadute sulla domanda e offerta di crediti distressed degli effetti di certe regole giuridiche: quelle di recente introdotte in attuazione del c.d. accordo di Basilea III in tema di vigilanza prudenziale degli istituti di credito.

Nella prospettiva di conferire maggiore solidità alle istituzioni creditizie l'accordo di Basilea III (di recente trasfuso nel regolamento UE n. 575/2013 e nella direttiva n. 2013/36/UE del 26 giugno 2013)²⁷ ha in particolare e per quanto qui d'interesse introdotto:

1) nuove regole in punto di rafforzamento dei coefficienti patrimoniali, prevedendo l'incremento sia quantitativo che della composizione qualitativa del patrimonio di vigilanza con l'obiettivo di aumentare la capacità di assorbimento delle perdite;

2) una nuova regolamentazione in tema di meccanismi di valutazione della rischiosità degli attivi patrimoniali volta ad attribuire ai rischi connessi all'attività di trading proprietario (i. e. rischi finanziari tipo quello connesso ad investimenti in titoli derivanti da cartolarizzazioni di crediti e/o da derivati di credito) un'incidenza di maggior consistenza (rispetto a quella prevista dalle regole di Basilea II) in termini di

²⁶ A queste condizioni un'azienda innovativa, ma più debole, può essere sacrificata rispetto a quella meno innovativa ma che sia capace di offrire subito garanzie più solide.

²⁷ In relazione ai contenuti dell'Accordo di Basilea III si vedano J.F. ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto UE*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 462 ss.; V. CALANDRA BONAURA, *L'attività degli intermediari finanziari nella regolamentazione sopranazionale*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale – Rivista on line*, 2013; B. ALLEN, K.K. CHAN, A. MILNE, S. THOMAS, *Basel III: is the cure worse than the disease?* 2010, in *SSRN W.P.* <http://ssrn.com/abstract=1688594>.

assorbimento di capitale;

3) l'obbligo di conservare l'esposizione al rischio di credito in una certa percentuale del valore nominale, tutte le volte in cui l'azienda di credito assuma la veste di cedente di crediti destinati ad operazioni di cartolarizzazione;

4) l'obbligo di costituire adeguate riserve di liquidità.

In un contesto regolamentare di questo tipo è normale attendersi non soltanto un decremento dell'offerta di credito distressed ma anche una flessione della domanda di acquisto di credito in sofferenza.

La necessità, per la banca che voglia cedere crediti per la strutturazione di operazioni di securitization, di conservare "un interesse significativo nelle attività sottostanti", al fine di realizzare quello che il regolamento comunitario definisce allineamento degli interessi delle imprese che confezionano i prestiti in titoli scambiabili con quello degli investitori²⁸, è situazione capace di generare contrazione dell'offerta di crediti da cartolarizzare. La cessione di tali crediti, infatti, impone agli istituti bancari di programmare ed attuare immediatamente accantonamenti di quote di capitale proporzionali al rischio che sarà conservato in bilancio. Il che equivale a dire che per poter liberare risorse è necessario intanto vincolarne altre o comunque che non è più dato conseguire la stessa quantità di risorse che si sarebbero potute ottenere nella vigenza della precedente normativa di vigilanza.

Tale situazione rende già di per sé sola più problematico (rispetto all'epoca in cui erano vigenti le norme prudenziali di Basilea II) per gli istituti di credito il raggiungimento degli obiettivi aziendali del conseguimento di sufficiente liquidità da destinare a nuovi (e magari più redditizi) impieghi. Ma la problematicità è destinata ad aumentare, allorché sia da mettere in conto la necessità di uniformarsi al rispetto della (nuova) regola che impone alle banche di dotarsi di adeguate riserve di liquidità, finalizzate, nell'ottica della normativa prudenziale di recente introdotta, a scongiurare il pericolo di tensioni di liquidità improvvise, che possano coinvolgere l'azienda di credito. Ed anzi v'è motivo per ritenere che soprattutto nei primi anni, in cui le aziende di credito saranno impegnate nel rafforzamento dei coefficienti di solvibilità in ragione dei più stringenti indici introdotti con l'accordo di Basilea III, la liquidità ricavata dalla cessione dei crediti da trasformare in titoli cartolarizzati possa restare (in misura significativa) sottratta a nuovi impieghi per essere invece destinata alla costituzione delle riserve di liquidità previste per legge e/o alla ricostituzione di quelle già erose.

Ne è per conseguenza che l'obbligo di disporre accantonamenti a copertura dei

²⁸ Si veda in particolare il considerando 57 del regolamento UE n. 575/2013. Ma si consideri che già prima una delle più rilevanti novità introdotte con il settimo aggiornamento del 28 gennaio 2011 alla circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006 era rappresentata dalla introduzione di meccanismi volti a favorire l'allineamento tra gli interessi del soggetto che dà origine alle attività cartolarizzate e quelli dell'investitore finale, attraverso l'impegno del cedente o del promotore a trattenere una quota di rischio nell'operazione.

rischi finanziari, di cui non è stato possibile liberarsi con la cessione dei crediti (per assicurare il rispetto della nuova normativa di vigilanza), da un lato, e l'obbligo di garantire la presenza di idonee riserve di liquidità, dall'altro, creano condizioni non idonee ad incoraggiare l'attività di cessione di crediti da trasformare in titoli cartolarizzati. Ciò a maggior ragione per le aziende di credito che non abbiano ancora raggiunto la (nuova e più elevata) soglia minima imposta dalle regole dell'accordo di Basilea III per pervenire al rafforzamento patrimoniale (in attuazione peraltro di parametri di calcolo più rigorosi di un tempo).

Il maggior peso che la normativa prudenziale di recente recepita a livello europeo ha attribuito ai rischi correlati agli investimenti finanziari, così invertendo la rotta rispetto alla regolamentazione di Basilea II che al contrario ponderava in maniera più penalizzante il c.d. rischio di credito verso la clientela, è circostanza che genera disincentivo dal lato della domanda di titoli cartolarizzati.

In applicazione dei nuovi più stringenti parametri il rischio derivante dall'attività di trading in titoli cartolarizzati presenti nel portafoglio di negoziazione di un'azienda di credito implicherà per quest'ultima costi più elevati di un tempo. Se si considera, infatti, che l'investimento in titoli emessi a fronte di cartolarizzazioni richiederà un più elevato assorbimento di capitale per effetto dei più penalizzanti meccanismi di stima della sua rischiosità, il contenimento del rischio finanziario (proprio quello, cioè, connesso all'acquisto di titoli cartolarizzati) non potrà che avvenire con il reperimento di dosi di capitale quantitativamente superiori rispetto a quelle che in passato sarebbero state sufficienti. Il che all'evidenza non può che innescare costi aggiuntivi.

In un contesto regolamentare come quello appena delineato non sembrano potersi rinvenire condizioni di favore né per le operazioni di securitization né per la programmazione di investimenti in titoli cartolarizzati²⁹.

Ne consegue un impatto fortemente devastante per il mercato delle cartolarizzazioni, il quale in Italia aveva conosciuto particolare effervescenza all'indomani dell'entrata in vigore della l. n. 130 del 1999 proprio per la capacità delle (nuove) regole introdotte dal legislatore speciale di conferire slancio alla domanda di credito distressed in precedenza inesistente o scarsa.

Basti considerare a questo proposito che prima dell'intervento legislativo, con cui è stato tipizzato il processo di securitisation, le poche operazioni di cartolarizzazione di crediti domestici non hanno trovato integrale svolgimento in Italia³⁰, per la

²⁹ L'osservazione di ciò che sta accadendo negli ultimi tempi consente di constatare che l'intervento regolatore del legislatore non sempre è l'antidoto ideale ad assicurare il buon funzionamento del mercato, posto che in presenza di certe condizioni (es. insufficiente e/o scarsa liquidità del mercato del prestito) può determinare situazioni di crisi del mercato non diversamente dall'assenza di regolamentazione.

³⁰ In proposito si veda la relazione della VI Commissione permanente (Finanze) presentata alla Presidenza il 22 febbraio 1999 (relatore Targetti) sul disegno legge presentato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (Ciampi) di concerto con il Ministro delle finanze

necessità di sottrarre lo special purpose vehicle all'applicazione di norme di natura civilistica e (ai riflessi di) regole fallimentari che avrebbero disincentivato l'acquisto dei crediti (e la loro conseguente trasformazione in titoli).

Se si ha presente, infatti, che il fulcro del più complesso fenomeno economico-finanziario, che va appunto sotto il nome di cartolarizzazione, ricalca lo schema della cessione del credito, è agevole intuire che la società veicolo (rectius il cessionario dei crediti), in assenza di norme derogatorie, sarebbe rimasta pericolosamente esposta innanzitutto alle iniziative della curatela fallimentare del debitore ceduto e alle conseguenze pregiudizievoli delle pretese del fallimento del cedente.

Non v'è dubbio, invero, che in applicazione del regime fallimentare ordinario, il cessionario (rectius lo special purpose vehicle) avrebbe corso il rischio revocatorio e in particolare: *a*) di subire la dichiarazione di inefficacia dei pagamenti compiuti in suo favore dal debitore ceduto, successivamente fallito, nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento³¹; *b*) di sentire dichiarare revocato il negozio di cessione (dei crediti), stipulato nell'anno antecedente alla dichiarazione di fallimento a valore di mercato con il cedente, nel caso in cui, intervenuto il fallimento di quest'ultimo, il curatore fosse stato capace di offrire (anche e soltanto in via presuntiva) la prova della conoscenza e/o conoscibilità dello stato d'insolvenza da parte del cessionario³²; *c*) di non poter opporre al fallimento del cedente il trasferimento dei crediti, derivante dal negozio di cessione, perfezionato nel biennio anteriore alla dichiarazione di fallimento e caratterizzato da sproporzione tra le prestazioni (acquistato a prezzo notevolmente inferiore rispetto all'effettivo valore dei crediti trasferiti)³³.

(Visco), in *Giur. comm.*, 1999, I, 427 ss. ed in particolare 434; ne riferisce in questi termini anche G. RUMI, *op. cit.*, 27 ss., il quale peraltro dà risalto al fatto che prima della l. 130/99 le principali operazioni di cartolarizzazione di crediti di soggetti italiani erano normalmente articolate su una cessione di crediti ad una SPV italiana (es. una società di factoring) e su una successiva cessione da quest'ultima ad una società estera che svolgeva il ruolo di emittente i titoli (assoggettata al diritto dello stato in cui la stessa aveva sede); ma si vedano anche G. MASTRANGELO, *op. cit.*, in *La cartolarizzazione*, commento alla l. n. 130/99, cit. 49 ss. e F. SEASSARO, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, commentario alla l. 30 aprile 1999 n. 130, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999, 121 ss.

³¹ Cfr. l'art. 67, comma 2, del R.d. 16 marzo 1942, n. 267 nel testo vigente ante riforma (risalente alla l. n. 80 del 2005) il quale prevede testualmente che "sono altresì revocati, se il curatore prova che l'altra parte conosceva lo stato d'insolvenza del debitore, i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, se compiuti entro l'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento". Per effetto della legge di riforma il termine di anni uno è stato ridotto a mesi sei.

³² Cfr. l'art. 67, comma 2, del R.d. 16 marzo 1942, n. 267 nel testo vigente ante riforma (risalente alla l. n. 80 del 2005) il quale prevede testualmente che "sono altresì revocati, se il curatore prova che l'altra parte conosceva lo stato d'insolvenza del debitore, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti, contestualmente creati, se compiuti entro l'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento". Per effetto della legge di riforma il termine di anni uno è stato ridotto a mesi sei.

³³ Cfr. l'art. 67, comma 1, del R.d. 16 marzo 1942, n. 267 nel testo vigente ante riforma (risalente alla l. n. 80 del 2005) che prevede testualmente che "sono revocati, salvo che l'altra parte provi che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore, gli atti a titolo oneroso compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano notevolmente ciò che è stato dato o promesso". Per effetto della legge di riforma il termine

Senza trascurare ancora, da un lato, il pericolo di dover restituire alla curatela del debitore ceduto fallito (in base all'art. 44 l. fall.) i pagamenti da quest'ultimo eseguiti in data successiva alla dichiarazione di fallimento e, dall'altro, gli inconvenienti connessi al trasferimento di crediti futuri da parte di cedente divenuto insolvente. La rigida regola di formazione giurisprudenziale, la quale preclude l'opponibilità al fallimento dei crediti ceduti, non ancora divenuti attuali ed esigibili al momento della declaratoria fallimentare, espone la società di cartolarizzazione al rischio d'inefficacia del negozio di cessione dei predetti crediti, benché notificato (o accettato) prima dell'apertura della procedura concorsuale³⁴.

Sotto altro profilo, e a prescindere dalle insidie connesse alle iniziative, esercitabili ai sensi degli artt. 67 e 44 l. fall. (a tutela del principio della par condicio creditorum e dunque dei creditori rispettivamente del debitore ceduto e del cedente), già di per sé in grado di minare la buona riuscita dell'operazione, la società veicolo avrebbe dovuto mettere in conto anche il pregiudizio derivante dal materializzarsi di situazioni d'inadempimento nei confronti degli investitori. Nell'ipotesi di mancato rimborso (del capitale e delle cedole relative agli interessi) dei titoli (i.e. le asset backed securities) alla scadenza, invero, i sottoscrittori avrebbero potuto far valere la responsabilità patrimoniale della società di cartolarizzazione, in applicazione del generale principio civilistico consacrato nell'art. 2740 c.c. Né la disciplina vigente in data antecedente all'entrata in vigore della l. n. 130/99 avrebbe consentito allo special purpose vehicle l'adozione di rimedi idonei a neutralizzare (almeno all'atto pratico) gli effetti negativi derivanti dall'operatività del richiamato principio. Infatti, l'escamotage del ricorso alla sottocapitalizzazione, al fine di rendersi judgment-proof in caso di condanna, non sarebbe stato attuabile per l'ostacolo normativo previsto dall'art. 2410 c.c. Quest'ultimo infatti – proprio per assicurare effettività al principio della responsabilità patrimoniale – impedisce, attraverso la previsione di limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni, che società sottocapitalizzate possano finanziarsi con ingenti capitali di prestito mediante vasto appello al pubblico risparmio³⁵.

Se a ciò si aggiungono, poi, i non trascurabili oneri imposti dalla disciplina civilistica in punto di opponibilità della cessione ai debitori ceduti e di efficacia nei confronti di questi ultimi della trasmissione dell'ipoteca, si colgono gli ulteriori

di anni due è stato ridotto ad un anno.

³⁴ Cfr., Cass., 27 gennaio 2006, n. 1759, in *Foro it. Rep.*, 2007, voce *Obbligazioni e contratti*, n. 27; Cass., 31 agosto 2005, n. 17590, in *Foro it. Rep.*, 2005, voce *Fallimento*, n. 391.

³⁵ Si veda l'art. 2410 (rubricato "limiti all'emissione di obbligazioni") ante riforma che nel primo comma così recitava: "la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato". La norma si ritrova adesso trasfusa nell'art. 2412 riformato (per effetto del d.lg. n. 6 del 2003 e successive modifiche) ed è così formulata: "la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato".

profili di disincentivo per lo svolgimento dell'attività di cartolarizzazione.

Quanto al primo aspetto, è di agevole intuizione che la necessità di uniformarsi alla prescrizione stabilita dall'art. 1264 c.c., per neutralizzare l'efficacia liberatoria del pagamento che il ceduto abbia effettuato in favore del cedente, costituisce nell'ipotesi di cessione di una pluralità di crediti operazione assai costosa. Agli ingenti esborsi economici che il cessionario deve sopportare per provvedere alla materiale esecuzione della notificazione, dovrebbero invero aggiungersi: *a)* il (preventivo) dispendioso intervento di ricostruzione di ogni singola posizione di credito, al fine di estrapolare i dati utili all'esatta individuazione di ciascun debitore (i.e. nominativo e relativo domicilio) indispensabili per effettuare tante notifiche quanti sono i debitori ceduti; *b)* le (successive) operazioni di controllo sottese alla verifica dell'esito positivo del processo di notificazione (sia nell'ipotesi in cui questo sia stato demandato all'ufficiale giudiziario, sia nel caso in cui sia stato curato personalmente dal cessionario a mezzo di lettera raccomandata).

Per quanto concerne invece l'opponibilità dell'ipoteca in favore del cessionario, non va dimenticato che – contrariamente a quanto sembrerebbe emergere dalla lettera dell'art. 1263 c.c. – il trasferimento della garanzia ipotecaria non segue in via automatica il credito oggetto di alienazione, ma comporta l'espletamento della formalità dell'annotazione della cessione a margine all'iscrizione ipotecaria. L'adempimento del suddetto onere non è privo di controindicazioni capaci di mettere in crisi la praticabilità stessa dell'operazione. Se si considera, infatti, che nell'ipotesi di molteplicità di crediti ceduti il cessionario deve farsi carico di eseguire la formalità dell'annotazione per ogni singolo credito garantito, avendo cura di effettuarla presso la conservatoria immobiliare competente per ciascuna iscrizione ipotecaria, diviene agevole apprezzare quanto ardua e costosa sia la predetta operazione.

Ne è per conseguenza che in uno scenario come quello appena delineato mancavano le condizioni per favorire l'operatività dei players di un mercato secondario, dedito ad attività di cartolarizzazione. La vigenza di regole giuridiche che imponevano al cessionario di districarsi tra molteplici rischi e rilevanti costi, ne disincentivava l'agire per l'impraticabilità dell'operazione. Di ciò ha mostrato consapevolezza (pur senza dichiararlo apertamente) il nostro legislatore, se si considera che, nel momento in cui ha previsto con la l. n. 130 del 1999 rilevanti deroghe al sistema normativo (pre)vigente, ha in concreto inteso attribuire dei 'privilegi'³⁶ alla società cessionaria. Soltanto una disciplina di favore per la società veicolo sarebbe stata in grado di incoraggiare la formazione di un mercato, quello secondario, indispensabile per migliorare la condizione degli operatori del mercato primario del prestito, ormai prossimi al raggiungimento del loro limite operativo.

Proprio alla logica dell'incentivo del mercato della rivendita del credito si

³⁶ Sottolinea l'aspetto che la legge 130 del 1999 ha introdotto privilegi che l'autonomia privata non avrebbe potuto prevedere P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, 265, ss.

uniforma l'art. 5, comma 2 della l. 130/99, il quale – disponendo in deroga al regime civilistico – ha introdotto il principio dell'irrelevanza del rapporto tra indebitamento derivante dall'emissione e patrimonio netto della società emittente i titoli presso gli investitori. Si è così reso legittimo ciò che prima non era e si è incentivato il ricorso al risparmio 'diffuso' da parte di società veicolo sottocapitalizzate, segnando il declino dell'impostazione che attribuisce al capitale la funzione di garanzia dei creditori³⁷. Funzione destinata a diventare del tutto evanescente, allorché si condivide l'approccio di chi attribuisce alla l. n. 130/99 portata disapplicativa del principio della comune responsabilità patrimoniale³⁸. Nel momento in cui si ammette che l'intervento

³⁷ Si veda G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da Colombo-Portale, 5, Torino, 1988, 396 ss.; riferimenti anche in D. GALLETI, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti* (l. 30 aprile 1999, n. 130), commentario a cura di Maffei – Alberti A., in *Nuove Leggi Civ.*, 2000, 997 ed in particolare 1126; l'A. rileva che «con la legge sulla securitisation... scompaiono le «garanzie» nel senso tradizionale, laddove la valutazione dell'affidabilità e della convenienza dell'operazione come dei suoi ispiratori è affidata ad un operatore esterno «tecnico», il quale nell'assegnare un *rating* non farà che valutare quel cash flow, tutt'affatto peculiare, giacché il complesso da considerare attiene a soli crediti e non già ad un agglomerato aziendale completo. Le garanzie riemergono solo come scelta spontanea degli operatori, i quali possono ricorrervi, nelle forme più varie, al fine di rendere l'emissione più appetibile al pubblico» (così alla p. 1128-1129). In giurisprudenza cfr. Trib. Genova, 13 maggio 1987, in *Società*, 1987, 965, n. Salafia, che specifica che il limite posto dall'art. 2410, 1° comma, c.c., per l'emissione di obbligazioni, è diretto a garantire l'interesse degli obbligazionisti al rimborso del prestito attraverso una giusta proporzione tra il capitale di rischio investito dai soci nella società e l'indebitamento della società verso terzi; ma si veda altresì Trib. Trieste, 24 febbraio 1994, in *Società*, 1994, 533 che afferma che in tema di emissione di obbligazioni, la funzione dell'art. 2410 c.c., oltre a determinare la proporzione fra i mezzi propri della società e i mezzi di terzi, ha la funzione di garantire agli obbligazionisti la restituzione del prestito.

³⁸ Si veda in proposito G. RAGUSA MAGGIORE, *La revocatoria fallimentare nella legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Vita not.* 1999, 1169, il quale afferma che "...alla società di cartolarizzazione si applica il principio del limited recourse, cioè della responsabilità limitata, con relativa disapplicazione dell'art. 2740 c.c., poiché la società di cartolarizzazione nei riguardi dei portatori dei titoli non risponde con il proprio patrimonio ma col flusso che proviene dal portafoglio dei crediti ceduti"; nello stesso senso G. RUMI, *Securitisation* cit., 77, il quale osserva che "Al momento della maturazione del diritto al pagamento del credito incorporato, il diritto potrà infatti soddisfarsi esclusivamente sul flusso derivante dal portafoglio ceduto e non su attivi diversi dal patrimonio della Sc. la quale, oltre al principio della c.d. libertà da capitale, dovrà poter fare affidamento sulla segregazione dei diversi portafogli tra di loro e sull'effettiva separazione tra i portafogli ed il patrimonio sociale"; cfr. anche D. MESSINETTI, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. «cartolarizzazione» dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, 101 ed in particolare 105 il quale specifica che «il titolo di cartolarizzazione, sottoscritto dall'investitore ... sembra incorporare solo il diritto alla restituzione, a valere sulle somme riscosse, della quota di finanziamento anticipata alla società veicolo in vista della cartolarizzazione ...»; si veda ancora G. CABRAS, *Cartolarizzazione dei crediti e procedure concorsuali*, in *Impresa*, 2000, 1139, il quale testualmente rileva a p. 1140 che «a garanzia dell'adempimento dei titoli emessi nelle operazioni di cartolarizzazione, a differenza dei titoli obbligazionari, non c'è il patrimonio dell'emittente bensì solo il portafoglio dei crediti ...» e aggiunge a p. 1141 che «... i titoli attribuiscono ai portatori un diritto di credito e precisamente il diritto al pagamento di capitale ed interessi, alle scadenze e nelle misure pattuite, ma solo nei limiti del portafoglio dei crediti e con i flussi finanziari derivanti dalla riscossione degli interessi e del capitale relativi a tale crediti. Si è parlato perciò di contratti derivati d'investimento, nei quali il sottoscrittore assume il rischio di un pacchetto di crediti»; non diversamente C. GROSSI, *Il fallimento nella cartolarizzazione dei crediti, prime riflessioni*, in *id.*, 2001, 975 ss. In senso contrario e cioè che la

legislativo in tema di securitisation è derogatorio dell'art. 2740 c.c., cade ogni ostacolo per affermare che il patrimonio della società di cartolarizzazione è insensibile alle pretese degli investitori; e si può dunque affermare che il rischio (del mancato rimborso) verso i portatori dei titoli viene a concentrarsi in modo esclusivo sul flusso finanziario derivante dal portafoglio crediti ceduto³⁹.

Se, poi, ai benefici derivanti da sottocapitalizzazione e responsabilità limitata (i.e. nei limiti dell'asset cartolarizzato) si aggiunge il risparmio sui maggiori costi, che invece implicherebbe la normativa ordinaria della cessione del credito, per assicurare al cessionario gli effetti previsti dall'art. 1264 c.c. e quelli dell'opponibilità dell'ipoteca, viene ad emersione un ulteriore elemento che segnala il *favor* legislativo per l'implementazione del c.d. mercato secondario. Vero è, infatti, che la l. n. 130/99, allorché ha disposto il rinvio all'art. 58 del T.u.b., ha attribuito alla pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale (accompagnata dall'iscrizione nel registro delle imprese) della notizia dell'avvenuta cessione in favore della società veicolo gli effetti previsti dall'art. 1264 (e 1265) e quelli dell'annotazione nei registri immobiliari. Sicché, all'atto pratico l'innovazione legislativa ha consentito al cessionario, per un verso, di sottrarsi all'onere della notificazione della cessione a ciascun debitore ceduto e, per altro verso, di sottrarsi al problematico formalismo – imposto dall'art. 2843 c.c. – necessario ad assicurare il trasferimento dell'ipoteca in suo favore⁴⁰. Ciò non è senza ricadute sulla complessiva onerosità dell'operazione, in ragione dei significativi benefici economici (*rectius* risparmi sui maggiori esborsi) che derivano alla società di cartolarizzazione dalla semplificazione delle regole civilistiche⁴¹.

Ma anche le deroghe alla normativa fallimentare vanno inquadrare nella prospettiva di assicurare incentivi ai players del c.d. mercato secondario.

L'esenzione dalla revocatoria per i pagamenti effettuati dal debitore ceduto al cessionario e la (significativa) riduzione dei termini (di cui all'art. 67 l. fall.) per l'esercizio dell'azione revocatoria da parte della curatela del cedente rappresentano

responsabilità dell'emittente non sia limitata, considerato che la stessa risponde con tutto il suo patrimonio cfr. invece F. MACARIO, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. privato*, 2002, 23; D. GALLETI, *op. ult. cit.*, 1072 ss.

³⁹ In ogni caso l'interrogativo relativo alla sussistenza o meno della responsabilità limitata (*rectius* nei limiti del singolo portafoglio cartolarizzato) dello SPV non va più di tanto enfatizzato; se si considera che, in presenza di una norma che consente allo SPV di operare generando rischi anche enormi, indipendentemente dalla consistenza patrimoniale (essendo sufficiente per l'operatività il capitale minimo richiesto per legge ai fini della costituzione di una spa o di una srl), è normale preventivare che il patrimonio della società emittente resterà contenuto nei limiti dell'ammontare del capitale minimo richiesto per legge e che, dunque, in caso d'inadempimento verso gli investitori lo Spv sarà verosimilmente judgment proof.

⁴⁰ Così come anche la possibilità, già evidenziata, di anticipare l'opponibilità ai creditori del cedente della cessione del credito futuro, anche eventuale, rispetto al momento dell'insorgenza del credito.

⁴¹ Risparmi che peraltro vanno a tutto vantaggio di coloro che (come le aziende di credito) normalmente hanno interesse a promuovere i processi di cartolarizzazione (e sui quali sostanzialmente ricadono i costi dell'operazione a cui lo spv dà attuazione).

soluzioni che, attraverso il riconoscimento di una più efficace tutela degli investitori, si prefiggono di favorire l'operatività della società di cartolarizzazione.

Vero è infatti che le richiamate deroghe, realizzando una vera e propria 'blindatura' del portafoglio crediti ceduto, finiscono per attenuare la percezione del rischio⁴² e, conseguentemente, appaiono capaci di stimolare la propensione degli investitori all'acquisto degli asset backed securities emessi. Nella stessa ottica è da inquadrarsi la previsione legislativa volta ad assicurare la segregazione dei crediti, costituenti l'asset ceduto (destinato al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli⁴³), attraverso la preclusione di tutte le iniziative recuperatorie, che siano instaurate da creditori non identificabili con i portatori di asset backed securities⁴⁴.

La consapevolezza dell'assenza del rischio per l'originator di subire eventuali iniziative della curatela del debitore ceduto fallito conferisce ulteriore slancio all'offerta di crediti (spesso distressed), da destinare al mercato secondario. Diversamente da quanto ha previsto la legge sulla cessione dei crediti d'impresa che – pur consolidando gli effetti del pagamento compiuto dal debitore ceduto al cessionario, con esonero di quest'ultimo dalla revocatoria – ne ammette l'esercizio nei confronti del cedente, il legislatore della l. n. 130/99 non ha inserito analoga disposizione. Sicché, in tema di cartolarizzazione nessuna norma abilita il curatore del fallimento del debitore ceduto a proporre l'azione revocatoria nei confronti del cedente (rectius l'originator), qualora sia data la prova che quest'ultimo conosceva lo stato d'insolvenza del debitore ceduto alla data del pagamento al cessionario.

Né appare prospettabile l'applicazione in via analogica della regola stabilita dall'art. 6, comma 1°, ult. capoverso della l. 51/91, ove si consideri la sua natura eccezionale, rispetto ai principi generali della disciplina fallimentare in tema di revocatoria⁴⁵. Senza dire, poi, che la tesi dell'applicabilità della predetta norma anche all'originator è prima facie incompatibile con il principio giurisprudenziale, secondo il quale, quando particolari ragioni inducano ad escludere la revocabilità del

⁴² Va considerato infatti che, nel momento in cui si è neutralizzato il rischio revocatorio in relazione ai pagamenti diretti ad alimentare il cash flow, il rischio revocatorio relativo al cedente (e dunque al negozio di cessione) è più normale che sia considerato solo teorico o comunque di non facile materializzazione, allorchè il cedente sia, come normalmente accade nelle grosse operazioni di cartolarizzazione, una banca. Se, infatti, non può del tutto escludersi il rischio di fallimento di una banca, v'è da aggiungere tuttavia che lo stesso non può ritenersi ricorrente (se non altro per gli interventi endogeni che sarebbero apprestati per evitare le pericolose conseguenze derivanti dal crack di una banca). In ogni caso va osservato che le segnalate deroghe sono destinate ad influenzare principalmente (se non in modo esclusivo) gli investitori, caratterizzati da avversione al rischio.

⁴³ In conformità all'art. 1, comma 1°, lett. b, le somme corrisposte dai debitori ceduti sono destinate in modo esclusivo al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli, nonché al pagamento dei costi dell'operazione.

⁴⁴ In conformità all'art. 3, comma 2°, sui crediti relativi ad operazione di cartolarizzazione non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dal portatore dei titoli o dal creditore per i costi dell'operazione.

⁴⁵ A sostegno dell'applicazione analogica dell'art. 6 della l. n. 52 del 1991 anche alle operazioni disciplinate dalla l. 130 del 1999 G. RAGUSA MAGGIORE, *op. cit.*, 1170.

pagamento compiuto dal debitore, è necessaria una espressa previsione normativa per sanzionare con la revoca la prestazione di un diverso soggetto, con deviazione dalla norma generale che assoggetta a revocatoria i pagamenti del debitore insolvente⁴⁶.

Se ne può concludere, pertanto, che, per un verso, l'introduzione di regole attributive di 'privilegi', capaci di incentivare l'operato dello special purpose vehicle e, per altro verso, l'implementazione di norme in grado di sostenere la domanda di acquisto di titoli (i.e. gli asset backed securities), hanno creato le condizioni idonee ad assicurare la formazione e l'espansione nel nostro Paese del mercato della rivendita del credito. Con inevitabili benefici (almeno sino a quando non hanno fatto irruzione sulla scena le nuove norme regolamentari in attuazione del c.d. accordo di Basilea III) per gli istituti bancari e per le imprese che operano sul mercato primario, facendo ricorso al prestito bancario.

Lo strumento della cartolarizzazione ha, infatti, sempre consentito alle aziende di credito di: 1) reperire nuova liquidità attraverso la smobilizzazione di poste attive illiquide (correlate a crediti non ancora esigibili e/o di problematica esazione), con ovvi benefici per gli indici di bilancio e con possibilità di procedere a nuove (ed eventualmente più remunerative) attività di prestito; 2) traslare il rischio, c.d. di controparte⁴⁷, sui portatori dei titoli emessi dalla società veicolo, così da ridurre il livello di esposizione al rischio di credito e da conseguire il miglioramento dei coefficienti di solvibilità.

I due vantaggi, testè segnalati, appaiono oggi fortemente ridimensionati per effetto dell'introduzione di più stringenti requisiti di capitale per le aziende di credito, imposti dalla nuova regolamentazione del settore bancario. La necessità per le aziende di credito di uniformarsi ai nuovi parametri comporta, infatti, le seguenti

⁴⁶ Cfr., Cass., 2 luglio 1998, n. 6474, in *Giust. civ.*, 1998, I, 2765. Interessante il passo della motivazione in cui la S. C. rileva testualmente che «Non ritiene ... il Collegio che argomenti a favore della revocabilità del corrispettivo della cessione, versato dal cessionario debitore dell'insolvente, possano ricavarsi per via sistematica e con specifico riferimento alla legge sull'acquisto dei crediti di impresa (il c.d. factoring, legge 21 febbraio 1991, n. 52) che (art. 6) consolida gli effetti del pagamento compiuto, dal debitore ceduto, al cessionario (factor), esonerandolo dalla revocatoria, invece esercitabile nei confronti del cedente, se il curatore provi che egli conosceva lo stato di insolvenza del debitore al tempo in cui il cessionario ottenne il pagamento; ovvero con riferimento all'art. 68 l.f. che esclude dalla revocatoria il pagamento di una cambiale quando il possessore doveva accettarlo per non perdere l'azione di regresso e assoggetta a revocatoria "quanto" l'ultimo obbligato in via di regresso abbia riscosso se "il curatore provi che conosceva lo stato di insolvenza del principale obbligato quando ha tratto o girato la cambiale». Le due speciali disposizioni confermano infatti che quando particolari ragioni (considerazione della funzione sociale del factoring; ovvero delle regole interne alla circolazione cambiaria) inducano ad escludere la revocabilità del pagamento compiuto dal debitore, è necessaria una espressa previsione normativa per sanzionare con la revoca la prestazione di un diverso soggetto, con deviazione dalla norma generale che assoggetta a revocatoria i pagamenti del debitore insolvente.»

⁴⁷ Secondo la definizione contenuta nella circolare della Banca d'Italia cit. il rischio di controparte è il rischio che la controparte di una transazione avente a oggetto determinati strumenti finanziari risulti inadempiente prima del regolamento della transazione stessa (cfr. il capitolo, 3 titolo II della medesima circolare).

criticità: non consente alla banca originator, nel momento in cui proceda alla smobilizzazione di crediti illiquidi (attraverso la loro cessione per operazioni di cartolarizzazione), il reperimento di significativa liquidità da utilizzare per nuovi (e magari più remunerativi) impieghi (a favore delle imprese, ad esempio), posto che il cedente dovrà conservare l'esposizione al rischio dei prestiti sottostanti (e anche di quelli maggiormente esposti al rischio di default) in una certa percentuale del valore nominale dei crediti ceduti; impone agli enti creditizi di mantenere riserve di capitale in misura sufficiente a garantire i rischi generati dai crediti cartolarizzati in relazione ai quali deve essere conservata l'esposizione al rischio; implica costi maggiori di un tempo in tutti i casi di investimento in titoli cartolarizzati per la necessità di assicurare il contenimento del rischio con la disponibilità di più elevati quantitativi di capitale.

In un contesto del genere non è difficile ipotizzare che l'offerta di crediti non performing rivolta al mercato della cartolarizzazione diventi rarefatta, come d'altro canto si sta riscontrando. Conseguentemente, in presenza di offerta scarsa risulta vanificato quello slancio che alla domanda di credito distressed aveva saputo conferire la disciplina introdotta dal legislatore speciale della l. n. 130/99, la quale è stata in grado di favorire l'implementazione e lo sviluppo nel nostro Paese di un mercato prima inesistente. Non senza benefici per i players del mercato del prestito (banche ed imprese in primis)⁴⁸.

⁴⁸ Come si è illustrato tra il mercato del prestito e quello secondario della rivendita del credito distressed vi è stretta correlazione posto che il primo ha necessità del secondo e quest'ultimo non può sopravvivere in assenza dell'offerta di credito proveniente dal mercato del prestito.