



UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI DI BARI  
ALDO MORO



DIPARTIMENTO JONICO IN SISTEMI  
GIURIDICI ED ECONOMICI DEL MEDITERRANEO  
SOCIETÀ, AMBIENTE, CULTURE  
IONIAN DEPARTMENT OF LAW, ECONOMICS  
AND ENVIRONMENT

# ANNO V ANNALI 2017 DEL DIPARTIMENTO JONICO

ESTRATTO

UMBERTO VIOLANTE

Le mobili frontiere della cartolarizzazione  
dei crediti nella prospettiva del rilancio  
della domanda di crediti deteriorati





## **DIRETTORE DEL DIPARTIMENTO**

Bruno Notarnicola

## **DIRETTORE DEGLI ANNALI**

Nicola Triggiani

## **COMITATO DIRETTIVO**

Nicola Triggiani, Paolo Pardolesi, Giuseppe Tassielli, Danila Certosino, Laura Costantino,  
Nicola Fortunato, Patrizia Montefusco, Angelica Riccardi, Maurizio Sozio

## **COMITATO SCIENTIFICO**

Maria Teresa Paola Caputi Jambrenghi, Domenico Garofalo, Francesco Mastroberti,  
Bruno Notarnicola, Riccardo Pagano, Nicola Triggiani, Antonio Felice Uricchio,  
Massimo Bilancia, Annamaria Bonomo, Daniela Caterino, Gabriele Dell'Atti, Michele Indellicato,  
Ivan Ingravallo, Antonio Leandro, Giuseppe Losappio, Pamela Martino,  
Francesco Moliterni, Maria Concetta Nanna, Fabrizio Panza, Paolo Pardolesi,  
Giovanna Reali, Paolo Stefanì, Laura Tafaro, Giuseppe Tassielli, Umberto Violante

## **RESPONSABILE DI REDAZIONE**

Patrizia Montefusco

---

### **Contatti:**

Prof. Nicola Triggiani  
Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture  
Via Duomo, 259 - 74123 Taranto, Italy  
E-mail: [annali.dipartimentojonico@uniba.it](mailto:annali.dipartimentojonico@uniba.it)  
Telefono: + 39 099 372382  
Fax: + 39 099 7340595  
<http://edizionidjsge.uniba.it/>



Umberto Violante

LE MOBILI FRONTIERE DELLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI  
NELLA PROSPETTIVA DEL RILANCIO  
DELLA DOMANDA DI CREDITI DETERIORATI\*

<b>ABSTRACT</b>	
Le recenti modifiche (attuata con la conversione in legge del D.l. n. 50 del 24.04.2017) alla legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, nella misura in cui hanno ampliato i poteri della società veicolo, hanno creato nuove opportunità per chi sia divenuto cessionario di non <i>performing loans</i> . Il che si presta, per un verso, a sollecitare la domanda di acquisto di crediti deteriorati ad un prezzo più elevato di quello che sino ad oggi gli operatori speculativi del mercato secondario sono disponibili ad offrire agli istituti bancari e, per altro verso, potrebbe restituire slancio alle operazioni di cartolarizzazione, che, peraltro, nel nostro Paese risultano assoggettate ad una disciplina di maggior <i>favor</i> per il cessionario rispetto a quanto accade oltreoceano.	The recent review of the Italian securitisation law (Law 130 Vehicle) with the goal of supporting the non-performing loans disposal process allocated new powers to special purpose vehicle company. That is suitable to support the matching of supply with demand of distressed debts at higher (level of) price than that the hedge funds and investment banks could offer banks today. The new legal framework could incentivize the securitization transactions that in Italy are regulated by rules more friendly to the special purpose vehicle than the American rules.
<b>Cartolarizzazione dei crediti - non performing loans</b>	<b>Securitization- non performing loans</b>

Sommario: 1. *Non performing loans* e recenti modifiche alla legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti. – 2. Gli incentivi alla domanda di acquisto di crediti deteriorati. – 3. Cartolarizzazione vs. *Securitization*: le minori insidie per il cessionario dei crediti della regolamentazione italiana rispetto a quella nordamericana.

1. Nell'ottica di rendere più agevole la predisposizione di piani per lo smaltimento dei crediti deteriorati<sup>1</sup>, sempre più incisivamente sollecitato agli intermediari creditizi

---

\* Saggio sottoposto a referaggio secondo il sistema del doppio cieco.

<sup>1</sup> I dati riportati da Banca d'Italia alla fine di settembre 2016 segnalano che l'ammontare dei crediti deteriorati (in relazione al sistema bancario italiano) è di circa 360 miliardi di euro. Sui cc.d.d. non

degli Stati membri dell'Unione europea dall'organo di vigilanza bancaria della Banca centrale europea<sup>2</sup>, il nostro legislatore ha di recente introdotto importanti novità nella disciplina della cartolarizzazione dei crediti<sup>3</sup>. Intervenendo, infatti, con il d.l. n. 50 del 2017 (convertito dalla L. 21 giugno 2017 n. 96) sul modello originario della cartolarizzazione<sup>4</sup>, di tipo statico-conservativo<sup>5</sup> perché volto essenzialmente a perseguire la esazione dei crediti oggetto di cessione, in un contesto in cui su questi ultimi risultava impresso un rigido vincolo di indisponibilità<sup>6</sup>, il regolatore nazionale ha attribuito alle società veicolo (*Special Purpose Vehicle*), dedite all'acquisto e alla cartolarizzazione di *non performing loans*, poteri di gestione per così dire attiva dei crediti, nell'ottica di migliorarne le prospettive di recupero, prima non previsti.

Il nuovo art. 7.1 della l. n. 130 del 1999 (introdotto per effetto della conversione in legge del richiamato d.l. n. 50 del 2017) consente, invero, adesso alla società di cartolarizzazione, nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il cedente o di accordi stipulati in base alla normativa fallimentare (proposta di concordato, accordi di ristrutturazione dei beni, concordato con continuità aziendale), di «acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente»<sup>7</sup>. Sotto altro aspetto lo *Special Purpose Vehicle* potrà: a) concedere finanziamenti a determinate categorie di debitori in difficoltà, allorché ciò risulti funzionale al miglioramento delle

---

performing loans si vedano Inzitari, 2016, I, 641 ss.; Cotugno, 2016, 78 ss.

<sup>2</sup> Ne danno atto espressamente le recenti Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL), del marzo 2017, a cura della Vigilanza Bancaria della stessa Banca Centrale Europea, consultabili all'indirizzo: [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf); ma tale situazione si percepisce agevolmente anche dalla lettura dei quotidiani economici specializzati.

<sup>3</sup> In una prospettiva ricostruttiva generale sulla cartolarizzazione dei crediti cfr. Aa.Vv., 1999; Bontempi-Scagliarini, 1999; Rumi, 2000, I, 457; Bessone 2002, 3; Galletti-Guerrieri, 2002; Aa.Vv., 2005; Galletti, 2008, 205 ss.; Carota, 2016; Bolognesi-Compagno-Galdiolo-Miani, 2017.

<sup>4</sup> Per un resoconto si vedano Guerrieri, 2017, 472 ss. e Albamonte, 2017.

<sup>5</sup> In questi termini ne parla Carrière, 2017.

<sup>6</sup> Ne offrono conferma le disposizioni contenute nel comma 3, lett. d) ed e), dell'art. 2 della l. n. 30 del 1999.

<sup>7</sup> Cfr. la prima parte del comma 3 del nuovo art. 7.1, che dispone testualmente: «Nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il soggetto cedente o di accordi stipulati ai sensi degli articoli 124, 160, 182-bis e 186-bis del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, ovvero di analoghi accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione previsti da altre disposizioni di legge, le società di cartolarizzazione di cui all'articolo 3 possono acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto». Si tenga altresì conto del fatto che la seconda parte del richiamato comma 3 del nuovo art. 7.1 stabilisce che «Non si applicano in questo caso le disposizioni degli articoli 2467 e 2497-quinquies del codice civile. Le somme in qualsiasi modo rivenienti da tali azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi 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».

prospettive di recupero dei crediti ceduti<sup>8</sup>; b) in relazione agli *Npls* garantiti da immobili (o da beni mobili registrati), nell'ottica di una più efficiente gestione dei sottostanti *assets*, acquistare i beni posti a garanzia, utilizzando i proventi della loro gestione per soddisfare i diritti degli investitori nei titoli emessi (c.d. *asset backed securities*)<sup>9</sup>.

Le nuove misure in tema di cartolarizzazione costituiscono parte di un più organico disegno legislativo, già snodatosi negli ultimi tempi attraverso l'implementazione di interventi normativi finalizzati a sollecitare la domanda di acquisto di crediti deteriorati a prezzi più elevati (e così tendenzialmente più vicini al loro valore economico reale) rispetto a quelli ipersvalutati che i fondi speculativi sarebbero disposti ad offrire alle banche cedenti. Questo è, infatti, anche lo spirito delle recenti modifiche legislative protese ad assicurare il contenimento dei tempi delle procedure fallimentari<sup>10</sup> ed esecutive<sup>11</sup>, a semplificare l'accesso all'informazione economica correlata alla crisi d'impresa<sup>12</sup> e a consentire al creditore di soddisfarsi sul ricavato ottenuto dalla vendita

<sup>8</sup> Cfr. il comma 2 del nuovo art. 7.1 che, con riferimento alle società di cartolarizzazione che si sono rese cessionarie di crediti di banche ed intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'art. 106 T.u.b., prevede che esse «possono concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto».

<sup>9</sup> Il comma 4 del nuovo art. 7.1 prevede espressamente 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* nonchè gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti. Le somme in qualsiasi modo rivenienti dalla detenzione, gestione o dismissione di tali beni e diritti, dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione di cui all'articolo 3, 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» (corsivo aggiunto).

<sup>10</sup> Si veda il D.l. 27 giugno 2015 n. 83, conv. dalla l. n. 132/2015, che ha introdotto modifiche alla legge fallimentare (c.d. R.d. 16 marzo 1942, n. 267), prevedendo, tra l'altro, proprio al fine di accelerare la conclusione delle procedure concorsuali, che: siano trattate con priorità le controversie in cui è parte un fallimento (cfr. il nuovo art. 43, c. 3°); termini non superiori a centottanta giorni entro i quali deve essere predisposto dal curatore il programma di liquidazione da sottoporre all'approvazione del comitato dei creditori (cfr. il nuovo art. 104 ter, comma 1°); termine massimo non superiore a due anni dal deposito della sentenza dichiarativa del fallimento per il completamento della liquidazione dell'attivo (cfr. l'art. 104 ter, comma 3°); la pendenza di giudizi non sia di ostacolo alla chiusura della procedura fallimentare, nel caso in cui sia stata compiuta la ripartizione finale dell'attivo (cfr. il nuovo art. 118); l'automatica acquisizione alla massa fallimentare dei beni oggetto di atti di disposizione a titolo gratuito compiuti dal fallito nel biennio anteriore alla dichiarazione di fallimento (cfr. il riformato art. 64).

<sup>11</sup> Si consideri ancora il il D.l. 27 giugno 2015 n. 83 cit. che ha introdotto nel codice di procedura civile modifiche per velocizzare le procedure esecutive immobiliari, prevedendo, tra l'altro, proprio nell'ottica di accelerarne l'esito: il dimezzamento dei tempi concessi per gli adempimenti conseguenti all'istanza di vendita (cfr. il nuovo art. 564 c.p.c.); che nelle aste giudiziarie possano essere depositate offerte con prezzo del 25% inferiore (cfr. il nuovo art. 571 c.p.c) rispetto alla base d'asta fissata (che coincide con la c.d. offerta minima).

<sup>12</sup> Con il D.l. 3 maggio 2016, n. 59, conv. con l. n. 119/2016, è stato introdotto il registro elettronico delle procedure di espropriazione forzata immobiliari e delle procedura d'insolvenza e degli strumenti

del bene concesso a garanzia del finanziamento, con strumenti alternativi all'espropriazione forzata<sup>13</sup>.

Da questo punto di vista, pertanto, è da salutare con favore l'ampliamento delle possibilità operative (prima non previste) riconosciute ai veicoli di cartolarizzazione<sup>14</sup>. Vero è, infatti, che sia lo strumento della conversione del credito in azioni e/o quote (o altri titoli) che la gestione degli *assets* (specie immobiliari), che fanno da sottostante dei crediti ceduti, appaiono soluzioni in grado (tanto più se ben congegnate) di riservare (nuove) interessanti opportunità a chi sia divenuto cessionario di crediti non *performing*, per l'aspettativa di poter conseguire utilità ben superiori a quelle che il semplice recupero del credito deteriorato consentirebbe<sup>15</sup>.

In questo scenario potrebbe, dunque, forse più facilmente porsi rimedio al *mismatching* tra domanda (da parte degli investitori professionali del *distressed*<sup>16</sup>) e offerta (da parte delle banche) di crediti deteriorati, generato dalla carenza di opzioni alternative alla vendita dei crediti non *performing* (*rectius* di pacchetti di crediti deteriorati) a prezzi da saldo, con inevitabili ripercussioni negative per i *ratios* patrimoniali delle banche cedenti.

Il che consentirebbe la ripresa delle operazioni di cartolarizzazione sul mercato secondario. Queste, invero, pur esponendo adesso gli intermediari di credito a costi

---

di gestione della crisi, avente anche una sezione ad accesso pubblico, nel quale sono destinate a confluire in conformità all'art. 3 del richiamato decreto tutte le informazioni e i documenti di cui all'art. 24, paragrafo 2, del Regolamento (UE) 2015/848 (e così, a titolo esemplificativo, data di apertura della procedura; giudice che ne ha dichiarato l'apertura; se il debitore è una società; data di chiusura della procedura principale di insolvenza etc.) nonché altre informazioni rilevanti in merito ai tempi e all'andamento della procedura. Per le procedure di espropriazione forzata immobiliare il legislatore ha previsto, tra l'altro, l'inserimento di altre informazioni e documenti da individuarsi con apposito decreto attuativo (allo stato, a quanto consta, non ancora emanato).

<sup>13</sup> Si veda il nuovo art. 48 bis del D.lgs n.385/1993 (inserito nel Testo unico bancario per effetto D.l. 3 maggio 2016, n. 59, conv. con l. n. 119/2016), rubricato «Finanziamento alle imprese garantito da trasferimento di bene immobile sospensivamente condizionato», istitutivo del c.d. patto marciano per le imprese. Va osservato, tuttavia, che la norma appare priva di impatto significativo con riferimento alla possibilità di un più celere smaltimento dei Npl correlati a finanziamenti concessi prima della sua entrata in vigore, posto che l'operatività della predetta norma presuppone che il patto sia stato espressamente sottoscritto dalle parti (eventualmente anche in seguito a rinegoziazione del contratto di finanziamento originariamente perfezionato tra banca e debitore).

<sup>14</sup> Per una ricostruzione sui modelli di cartolarizzazione esistenti prima del recente ultimo intervento normativo si veda Messina, 2011; Trombetti, 2014.

<sup>15</sup> Basterebbe pensare alla conversione del credito in azioni per poter intuire i benefici che potrebbero derivare al cessionario del credito, che, peraltro, potrebbe aver acquisito all'interno della compagine sociale da rilanciare anche un ruolo egemone, suscettibile di consentirgli in un prossimo futuro il conseguimento di allettanti profitti.

<sup>16</sup> Si allude sostanzialmente agli operatori essenzialmente speculativi del mercato secondario, come hedge funds e banche d'investimento. In relazione agli hedge funds e al loro modo di operare come fondi speculativi interessanti spunti in Nigro-Romano, 2013; Wolcott, 2004. Si vedano anche Vaughan, 2003; Nobilou-Paccès, 2015. Per quanto riguarda le banche d'investimento va osservato che con delibera del Cicr del 6-2-1987 viene regolata in Italia l'attività di *investment banking*. Sulle attività in genere delle banche d'investimento cfr. Bello, 1999 nonché Moro Visconti e Rizzi, 2006, 199 ss.



maggiori di un tempo<sup>17</sup>, hanno, tuttavia, sempre avuto un certa effervescenza nel nostro Paese, all'indomani dell'entrata in vigore della legge n. 130 del 1999, in virtù di un apparato regolamentare *ad hoc* che: a) per un verso, ha saputo incentivare l'operato dello *special purpose vehicle* e la domanda di acquisto di titoli cartolarizzati (aventi come sottostante crediti anche *non performing*); b) per altro verso, ha comportato l'implementazione di un modello, capace di creare condizioni di *favor* per gli operatori del *distressed*, dediti all'investimento in titoli cartolarizzati, non riscontrabili oltreoceano.

2. In relazione al primo profilo, quello sub a), per averne idea, basterebbe far menzione, innanzitutto, delle deroghe alla normativa fallimentare, gradualmente rafforzate sino all'ultimo intervento di conversione nella l. 9/2014 del c.d. decreto legge "Destinazione Italia" (n. 145 del 23 dicembre 2013).

Quest'ultimo nella prospettiva di incrementare la tutela del cessionario del credito (con evidenti ricadute incentivanti su chi debba sottoscrivere titoli cartolarizzati), è intervenuto sul tessuto normativo della originaria legge n. 130/1999 aggiungendo, in relazione ai pagamenti effettuati dal debitore ceduto, alla già vigente esenzione dall'applicazione dell'art. 67 l. fall. anche il mancato assoggettamento alla previsione contenuta nell'art. 65 l. fall<sup>18</sup>.

Sicchè, adesso per lo *special purpose vehicle* risulta neutralizzato non soltanto il rischio (tipico del regime fallimentare ordinario) di subire la dichiarazione di inefficacia dei pagamenti per debiti liquidi ed esigibili compiuti in suo favore dal debitore ceduto, successivamente fallito, nel semestre anteriore alla dichiarazione di fallimento<sup>19</sup> ma anche quello di sentir dichiarati inefficaci (in base all'art. 65 l. fall) i pagamenti di crediti, non ancora scaduti al momento dell'apertura del fallimento, che siano stati eseguiti dal fallito nel biennio antecedente alla dichiarazione di fallimento<sup>20</sup>.

L'obiettivo di privilegiare l'interesse del cessionario dei crediti nel bilanciamento tra la sua salvaguardia e la prevalenza del contrapposto interesse della massa del debitore fallito (a che non sia alterata la *par condicio creditorum*), si aggiunge, poi, all'opzione legislativa volta a contenere il rischio per il cessionario di soccombere a

<sup>17</sup> Il profilo viene evidenziato nel contributo a mia firma, 2014, 1004/1 ss.

<sup>18</sup> Il comma 3 dell'art. 4 della l. n. 130/99 è oggi così formulato: «Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applicano l'art. 65 e l'art. 67 del r.d. 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni».

<sup>19</sup> 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.

<sup>20</sup> Il testo dell'art. 65 l. fall. è così formulato: «Sono privi di effetto rispetto ai creditori i pagamenti di crediti che scadono nel giorno della dichiarazione di fallimento o posteriormente, se tali pagamenti sono stati eseguiti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento».

vantaggio della curatela fallimentare del cedente, nell'ipotesi in cui sia sorto conflitto con quest'ultima. Vero è, infatti, che la legge n. 130 del 1999 ha previsto una significativa riduzione a mesi sei del termine (stabilito dall'art. 67 l. fall.) per l'esercizio dell'azione revocatoria da parte della curatela del cedente nei confronti del negozio di cessione (dei crediti), stipulato in epoca antecedente alla dichiarazione di fallimento a valore di mercato con il cedente in bonis, 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 cessionario<sup>21</sup>. Non diversamente, sempre attraverso il contenimento del termine per la proposizione dell'azione revocatoria a mesi tre, è stato ridimensionato il pericolo di non poter opporre al fallimento del cedente il trasferimento dei crediti, derivante dal negozio di cessione, perfezionato in epoca anteriore alla dichiarazione di fallimento e che sia stato caratterizzato da sproporzione tra le prestazioni (c.d. acquisto a prezzo notevolmente inferiore rispetto all'effettivo valore dei crediti trasferiti)<sup>22</sup>.

Senza aggiungere, poi, in relazione alla problematica del conflitto tra creditori del cedente e cessionario del credito futuro, non ancora venuto a maturazione alla data di notifica del pignoramento, che il legislatore della l. n. 130/1999 ha ricollegato l'opponibilità della cessione ai creditori del cedente all'espletamento della formalità della sua pubblicazione in Gazzetta Ufficiale in epoca antecedente all'esecuzione del pignoramento senza eccezioni<sup>23</sup>, e così a prescindere dalla distinzione (in sede ordinaria assai rilevante) tra credito probabile e credito soltanto eventuale<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> Cfr. l'art. 67, comma 2, del r.d. 16 marzo 1942, n. 267 nel testo vigente 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, anche di terzi, contestualmente creati, se compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento». Prima della legge di riforma (l. n. 80 del 2005) il termine era di un anno.

<sup>22</sup> 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 di anni due è stato ridotto ad un anno.

<sup>23</sup> Si leggano in combinato disposto l'art. 4 e l'art. 1, comma 1, dell legge sulla cartolarizzazione. Appare utile, in ogni caso, richiamare il D.M. 4 aprile 2001 (in G. U. 18 aprile 2001, n. 90) che ha disposto che possono essere cartolarizzati i crediti futuri relativi a contratti non ancora stipulati, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente.

<sup>24</sup> In proposito si tenga presente che la S. Corte ha affermato che, in materia di efficacia della cessione di crediti futuri in pregiudizio del creditore pignorante, quando si tratti di crediti maturandi con origine da un unico e già esistente rapporto base, la cessione prevale sul pignoramento, purchè sia stata notificata o accettata dal debitore ceduto prima dal pignoramento stesso diversamente da quanto accade per i crediti soltanto eventuali, non necessariamente identificati in tutti gli elementi oggettivi e soggettivi. Solo con riguardo a questi ultimi, la prevalenza della cessione richiede che la notificazione o accettazione siano non solo anteriori al pignoramento, ma altresì posteriori al momento in cui il credito sia venuto ad esistenza (Cass. 26 ottobre 2002 n. 15141, Foro it., 2003, I, 498 nonchè Cass. civ. 21 dicembre 2005, n. 28300, Foro it., Rep. 2005, voce *Cessione dei crediti*, n. 20).

Se le richiamate deroghe alla disciplina fallimentare e civile ordinaria, realizzando una vera e propria “blindatura” del portafoglio crediti ceduto, finiscono per attenuare la percezione del rischio e, conseguentemente, appaiono capaci di stimolare la propensione degli investitori all’acquisto degli asset backed securities emessi, nella stessa ottica devono inquadrarsi le previsioni normative volte ad assicurare la segregazione sia dei crediti, costituenti l’asset ceduto (destinato al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli), che dei conti correnti, sui quali confluiscono i pagamenti dei debitori ceduti.

Il primo obiettivo è stato già da tempo realizzato con l’originario impianto normativo della l. n. 130 del 1999, il quale, dopo aver stabilito che i crediti relativi a ciascuna operazione di cartolarizzazione configurano patrimonio separato da quello della società (di cartolarizzazione), ha previsto la preclusione di tutte le iniziative recuperatorie, che siano instaurate da creditori non identificabili con i portatori di asset backed securities<sup>25</sup>. Il che, tra l’altro, rappresenta aspetto non di poco conto nella dinamica di assicurare energica tutela al cessionario di crediti futuri, non ancora sorti e divenuti esigibili al momento della dichiarazione di fallimento del cedente, che sia stato destinatario di pagamenti ricevuti dai debitori ceduti, successivamente all’apertura del fallimento medio tempore intervenuta. A tal proposito non può, infatti, non segnalarsi la rigida regola, consolidatasi in seno al formante giurisprudenziale (ed in relazione alla quale il legislatore della l. n. 9 del 1999 non sembra aver preso direttamente posizione), la quale impedisce di opporre utilmente al fallimento del cedente i crediti ceduti (quando quest’ultimo era in bonis), non ancora divenuti attuali ed esigibili al momento dell’apertura della procedura concorsuale<sup>26</sup>.

Il secondo risultato, nella prospettiva di neutralizzare il rischio dell’insolvenza della banca depositaria, è stato, invece, soltanto più di recente conseguito in sede di conversione (per effetto della già menzionata l. n. 9/2014) del d. l. n. 145 del 2013, che ha ammesso al beneficio della segregazione sia i conti aperti direttamente dalla società di cartolarizzazione presso la banca depositaria, sui quali confluisce la liquidità correlata all’operazione di securitization (somme corrisposte dai debitori ceduti nonché

<sup>25</sup> Si vedano in particolare l’art. 1, comma 1, lett. b, con il quale si stabilisce che 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 e l’art. 3, comma 2 (in parte reso più chiaro nella sua formulazione per effetto del d.l. Destinazione Italia ma rimasto inalterato quanto al principio, già in precedenza, ivi affermato), in cui si stabilisce che i crediti relativi a ciascuna operazione (per tali intendendosi sia i crediti vantati nei confronti del debitore o dei debitori ceduti, sia ogni altro credito maturato dalla società di cui al comma 1 nel contesto dell’operazione, i relativi incassi e le attività finanziarie acquistate con i medesimi) costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte dei creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l’acquisto dei crediti stessi.

<sup>26</sup> Cfr., Cass. 17 gennaio 2012 n. 551, Foro it. Rep, 2012, voce *Fallimento*, n. 342; conf. Cass. 31 agosto 2005 n. 17590, Id., 2005, voce *cit.*, n. 391; Cass. 27 gennaio 2006 n. 1759, Id., 2007, voce *Obbligazioni e contratti*, n. 27.

ogni altra somma pagata o comunque spettante alla società) sia i conti correnti aperti dal servicer per gli accrediti delle somme incassate per conto della società cessionaria dei crediti<sup>27</sup>.

Il quadro degli incentivi alla domanda di acquisto di crediti (e così anche di chi debba sottoscrivere asset backed securities) risulta, poi, completato dalla semplificazione degli 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, attraverso il più semplice incombente della pubblicazione sulla Gazzetta ufficiale (prevista dall'art. 58 del T.u. bancario)<sup>28</sup>.

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 dispendiosa. Agli ingenti esborsi economici da sopportare per provvedere alla materiale esecuzione della notificazione, dovrebbero invero aggiungersi: a) il (preventivo) costoso 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 (per garantire l'osservanza della regola stabilita dall'art. 1264) 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.

3. Le deroghe normative alla disciplina sulla cessione del credito ordinaria e alla legge fallimentare, che caratterizzano la legge sulla cartolarizzazione dei crediti vigente in Italia, nella misura in cui hanno rafforzato la tutela del cessionario del credito

<sup>27</sup> Si considerino i commi 2 bis e 2 ter dell'art. 3 della l. n. 130/1999 come modificata.

<sup>28</sup> Cfr. l'art. 4 della l. n. 130/1999, che fa espresso richiamo alle disposizioni contenute nell'art. 58 del TUB.

(guardando anche agli incentivi da assicurare ai sottoscrittori di ABS), hanno reso il nostro sistema più performante di quello americano. Negli Stati Uniti, infatti, il pericolo che il cash flow necessario al pagamento dei possessori dei titoli cartolarizzati possa interrompersi appare più elevato a causa delle maggiori insidie alle quali resta esposta la società cessionaria dei crediti (lo special purpose vehicle).

Il più accentuato rischio revocatorio, gli inconvenienti derivanti dalla carenza di un rimedio sostitutivo (e più semplificato) della notificazione della cessione a ciascun debitore ceduto e il pericolo che l'operazione di securitization sia (ri)qualificata dalla corte fallimentare in modo pregiudizievole per la società cessionaria dei crediti (e di riflesso per i sottoscrittori dei titoli cartolarizzati) costituiscono i principali fattori da cui derivano le maggiori insidie.

In relazione al primo aspetto va osservato che l'assenza di una legge speciale dedicata alla disciplina delle operazioni di cartolarizzazione comporta l'applicazione delle norme del Bankruptcy Code senza deroga. Il che all'atto pratico implica per la società cessionaria dei crediti di mettere in conto non soltanto il rischio di revocatoria ad iniziativa della curatela fallimentare del cedente (l'originator) ma anche quello di revoca per l'iniziativa del trustee di ciascun debitore (ceduto) fallito. Più precisamente lo special purpose vehicle (non meno degli investitori dei titoli cartolarizzati) dovrà misurarsi con le seguenti aspettative:

a) di vedersi revocati ad iniziativa della curatela fallimentare del debitore ceduto i pagamenti da quest'ultimo effettuati in stato d'insolvenza<sup>29</sup>;

b) di restare esposto alla dichiarazione di inefficacia della (intera operazione di) cessione dei crediti da cartolarizzare su iniziativa del trustee dell'originator, tutte le volte in cui il trasferimento degli assets compiuto nel biennio anteriore all'apertura del fallimento possa configurarsi come fraudulent ai sensi della section 548 del Bankruptcy Code<sup>30</sup>;

<sup>29</sup> Da noi invece come segnalato nel testo i pagamenti effettuati dai debitori ceduti non sono revocabili.

<sup>30</sup> La *section 548* costituisce (almeno in parte) norma omologa al nostro art. 67, comma, 1 della legge fallimentare. Si noti, tuttavia, che in America il cd. periodo sospetto ai fini dell'esercizio della revocatoria disciplinata dalla *section* in esame è più lungo (due anni) e, quindi, di maggior favore per la curatela fallimentare rispetto al periodo sospetto di soli sei mesi previsto dall'art. 4, comma 4, della nostra legge sulla cartolarizzazione in deroga all'art. 67 l. fall. La *section 548* rubricata *Fraudulent transfers and obligation*, per la parte che più interessa così dispone: «(a)(1)The trustee may avoid any transfer ... of an interest of the debtor in property, or any obligation ... incurred by the debtor, that was made or incurred on or within 2 years before the date of the filing of the petition, if the debtor voluntarily or involuntarily– (A) made such transfer or incurred such obligation with actual intent to hinder, delay, or defraud any entity to which the debtor was or became, on or after the date that such transfer was made or such obligation was incurred, indebted; or (B)(i) received less than a reasonably equivalent value in exchange for such transfer or obligation; and (ii) (I) was insolvent on the date that such transfer was made or such obligation was incurred, or became insolvent as a result of such transfer or obligation; (II) was engaged in business or a transaction, or was about to engage in business or a transaction, for which any property remaining with the debtor was an unreasonably small capital; (III) intended to incur, or believed that the debtor would incur, debts that would be beyond the debtor's ability to pay as such debts

c) di subire (ancora ad iniziativa del trustee dell'originator) la revocatoria del trasferimento degli assets da cartolarizzare, allorchè siano ritenuti sussistenti i presupposti per l'applicazione della section 547 del Bankruptcy Code, relativa al preference transfer<sup>31</sup>.

La mancanza, poi, di un rimedio pubblicitario cha al pari della nostra pubblicazione nella Gazzetta ufficiale sia idoneo a produrre gli stessi effetti della notice, senza dover dare impulso alle formali procedure di notificazione a centinaia o migliaia di debitori ceduti, rende altamente rischiose quanto meno le operazioni di securitization, aventi come asset sottostante crediti futuri ancora privi di un debitore specificamente individuato<sup>32</sup>.

In relazione a questa tipologia di crediti, infatti, nessuna notificazione, pur volendo, sarebbe possibile. Ciò ha la conseguenza di esporre il cessionario dell'operazione e di riflesso (ed in misura anche maggiore) coloro che hanno investito in titoli (bonds e/o commercial paper):

1) al pericolo di poter subire da ciascuno dei debitori ceduti l'eccezione di compensazione con pretesi contro crediti, senza poter invocare l'inoperatività della regola del set-off in relazione ai crediti venuti a maturazione successivamente alla notificazione<sup>33</sup>;

2) al rischio di accadimento di fatti sopravvenuti alla cessione del credito capaci di incidere sull'esigibilità del credito (es. modifiche consensuali del contenuto del contratto intervenute dopo la cessione del credito tra il cedente ed il debitore ceduto)<sup>34</sup>.

---

matured; or (IV) made such transfer to or for the benefit of an insider, or incurred such obligation to or for the benefit of an insider, under an employment contract and not in the ordinary course of business»

<sup>31</sup> La section 547 rubricata *Preferences* costituisce (almeno in parte) norma omologa al nostro art. 67, comma, 2 della legge fallimentare e così stabilisce: «... (b) Except as provided in subsections (c) and (i) of this section, the trustee may avoid any transfer of an interest of the debtor in property— (1) to or for the benefit of a creditor; (2) for or on account of an antecedent debt owed by the debtor before such transfer was made; (3) made while the debtor was insolvent; (4) made— (A) on or within 90 days before the date of the filing of the petition; or (B) between ninety days and one year before the date of the filing of the petition, if such creditor at the time of such transfer was an insider».

<sup>32</sup> Si pensi ai crediti nascenti dall'acquisto di biglietti aerei emessi da una determinata compagnia aerea o ai crediti nascenti dalla vendita di biglietti aerei in un dato ambito territoriale o ancora ai crediti derivanti dall'uso di carte di credito di un certo tipo.

<sup>33</sup> Ciò si desume chiaramente dalla disciplina contenuta nella section 9-404 dell'Uniform Commercial Code che così prevede testualmente: «Unless an *account debtor* has made an enforceable agreement not to assert defenses or claims, and subject to subsections (b) through (e), the rights of an assignee are subject to (1) all terms of the agreement between the account debtor and assignor and any defense or claim in recoupment arising from the transaction that gave rise to the contract; and (2) any other defense or claim of the account debtor against the assignor which accrues before the account debtor receives a notification of the assignment *authenticated* by the assignor or the assignee»; cfr. anche Latham & Watkins, *The international comparative legal guide: Securitization 2012*, disponibile all'indirizzo [www.lw.com](http://www.lw.com).

<sup>34</sup> Si veda ancora la section 9-404 dell'*Uniform Commercial Code*.

In America, invece, diversamente da ciò che accade in Inghilterra non sembra sussistere il rischio che in caso di cessioni diacroniche dello stesso credito il cessionario che per ultimo abbia acquistato, ma che

I medesimi inconvenienti sono destinati a riproporsi anche relativamente a tutti i crediti ceduti non futuri (e dunque attuali) per i quali: sia mancata la notificazione per l'impossibilità di completarne il relativo procedimento (ad es. per l'irreperibilità del debitore ceduto); la notice non sia stata coeva al compimento dell'operazione di cartolarizzazione<sup>35</sup>; lo special purpose vehicle abbia volontariamente omesso di dare impulso alle procedure formali di notificazione per il risparmio sui maggiori costi che la notificazione a centinaia o migliaia di debitori ceduti avrebbe comportato.

Il potere di cui dispone la Bankruptcy court di qualificare l'assignment come atto non idoneo a determinare il trasferimento della titolarità dei crediti oggetto di cessione dal patrimonio del cedente ancora in bonis a quello del cessionario espone il cash flow a pesanti ripercussioni, se si considera che nel caso di sopravvenuto fallimento dell'originator (il cedente) i crediti ceduti allo special purpose vehicle (il cessionario) resteranno acquisiti alla massa fallimentare<sup>36</sup>. Conseguentemente lo special purpose vehicle non potrà più esigerne il pagamento dai debitori ceduti e non potrà più utilizzare l'asset cedutogli per ripagare i sottoscrittori dei titoli cartolarizzati. Un inconveniente di questo tipo si profila ogni volta che il cedente, pur avendo ceduto i crediti, continui a restare partecipe dei profitti e delle perdite connessi all'operazione di securitization<sup>37</sup>.

In questo caso, invero, non ricorre un true sale (proprio per il fatto che la cessione dei crediti non è stata accompagnata dal trasferimento al cessionario di tutti i diritti che gli spetterebbero e di tutte le conseguenze economiche ricavabili dall'asset oggetto di assignment) ma si configura piuttosto una cessione di crediti con funzione di garanzia (cd. secured loan)<sup>38</sup>. I crediti ceduti (benchè deputati alla cartolarizzazione) sono cioè in concreto destinati dal cedente a garantire l'adempimento di un'obbligazione (es. la restituzione di un prestito di cui il cedente ha beneficiato per il tramite dello special purpose vehicle<sup>39</sup>).

per primo abbia notificato la cessione al debitore ceduto, possa prevalere sul cessionario al quale sia stato per primo ceduto il credito, benchè sia mancata la notificazione della cessione al debitore ceduto (o sia avvenuta successivamente alla notifica effettuata dal secondo cessionario in ordine di tempo). In relazione al profilo della *priority* tra cessionari negli Stati Uniti si veda il commento con ampia casistica dal titolo *The New York Law Governing the Relative Rights of Assignees and Third Party Claimants to a Future Fund*, 27 Fordham L. Rev. 579 (1958); nonché McLaughlin, 1988, 45 ss.;

<sup>35</sup> Si pensi all'ipotesi in cui la notifica sia avvenuta a distanza di mesi dal perfezionamento della cessione del credito e *medio tempore* siano intervenuti fatti idonei a paralizzare l'esigibilità del credito.

<sup>36</sup> Cfr. in proposito Schwarcz, 2002, 353; Kettering, 2008, 511 ss.

<sup>37</sup> Cfr. in particolare il recente caso *Paloian v. La Salle Bank*, N.A., 2010 WL 3363596 (7th Cir. Aug. 27, 2010). Ma si veda altresì Janger, 2004, 1759, il quale afferma testualmente che: «courts, in turn, treat a conveyance as a sale only if the transaction truly transfers the risks and benefits of ownership to the purchaser» (corsivo aggiunto).

<sup>38</sup> Si vedano in particolare Raines e Wong, 2002, 459 ss.; Janger, 2004, *cit.*; Schwarcz, 1993, 139; Mann, 2004, 1805 ss.

In base alla *Section 541 del Bankruptcy Code* perché si possa ritenere che i crediti ceduti dal cedente (successivamente fallito) quando era ancora in bonis non siano più di proprietà della massa fallimentare del cedente medesimo è necessario che la cessione si atteggi come *true sale*.

<sup>39</sup> Ad un'ipotesi del genere è riferibile il caso *LTV Steel, Inc.*, No. 00-43866, 2001 Bankr. Lexis 131

Il rischio che la cessione di crediti possa essere riqualificata, in base al c.d. potere di recharacterization<sup>40</sup> della corte fallimentare, è tutt'altro che teorico<sup>41</sup>, se si considera che i fattori da cui desumere indici idonei a consentire l'esclusione del true sale sono molteplici<sup>42</sup>, tra cui a titolo esemplificativo: il diritto del cedente di ottenere in restituzione dal cessionario tutti i pagamenti da questo ricevuti, una volta che il cessionario abbia riscosso somme di ammontare pari ad un certo importo predeterminato in base ad accordo tra l'originator e lo special purpose vehicle<sup>43</sup>; il diritto del cedente di trattenere i pagamenti ricevuti dai debitori ceduti<sup>44</sup>; l'obbligo del cedente di svolgere attività di servicing in relazione al portafoglio cartolarizzato<sup>45</sup>; l'omessa notifica della cessione al debitore ceduto<sup>46</sup>; la determinazione del prezzo della cessione in un momento successivo al trasferimento dei crediti e, dunque, non in base alle aspettative di ricavo preventivabili al momento della cessione<sup>47</sup>.

D'altro canto emblematici della percezione del rischio da ultimo segnalato si rivelano: a) l'iniziativa assunta da alcuni Stati americani di emanare statutes volti a neutralizzare il pericolo di recharacterization delle corti fallimentari, attraverso l'espressa previsione che il cedente, una volta trasferiti i crediti nell'ambito di operazioni di securitization, ne perde la proprietà<sup>48</sup>; b) la preventiva acquisizione da

---

(Bankr. N.D. Ohio Feb. 5, 2001).

<sup>40</sup> Per ragioni di completezza va ricordato che il potere di riqualificazione dell'operazione di cartolarizzazione oltre che nell'ipotesi descritta nel testo può essere esercitato dalla corte fallimentare anche quando sia necessario dare applicazione al principio della *cd. substantive consolidation*. In conformità al predetto principio la corte può giungere a ritenere che il cedente ed il cessionario non siano entità giuridiche distinte e che pertanto i crediti che hanno costituito oggetto di cessione in favore del cessionario si considerino avvocati alla massa fallimentare del cedente in caso di suo fallimento (cfr. sulla dottrina della consolidation Kaufmann, Oppenheim e Yarett, 2008, 241; Brown, 2008/2009, consultabile all'indirizzo [www.americasrestructuring.com](http://www.americasrestructuring.com)).

<sup>41</sup> In proposito si rivela interessante il contributo di Harris-Mooney, jr, 2014, 1029 ss., in cui viene dato risalto al fatto che la valutazione in sede giudiziaria tiene conto di molteplici fattori che lasciano ampia discrezione valutativa alla corte chiamata a giudicare; cfr. anche Hilson, 2013.

<sup>42</sup> Ne dà atto di recente a chiare lettere Kettering, 2008, cit., il quale segnala anche la propensione delle corti statunitensi ad avvalersi del potere di *re-characterization*; cfr anche Schwarcz, 1993.

<sup>43</sup> Cfr. il caso *Evergreen Valley Resort, Inc.*, 23 B.R. 659, 661 (Bankr. D. Me. 1982).

<sup>44</sup> Cfr. i casi *Home Bond Co. v. McChesney*, 239 U.S., 575 (1916); *NetBank v. Kipperman (In re Commercial Money Ctr., Inc.)*, 350 B.R. 483 (B.A.P. 9th Cir. 2006).

<sup>45</sup> Si vedano i casi citati alla nota che precede.

<sup>46</sup> In proposito si richiamano i casi *Petron Trading Co. v. Hydrocarbon Trading & Transport Co.*, 663 F. Supp. 1153, 1159 (E.D. Pa. 1986) e *Alda Commercial Corp.*, 327 F. Supp. 1315, 1317 (S.D.N.Y. 1971).

<sup>47</sup> Cfr. il caso *Dorothy v. Commonwealth Commercial Co.*, 116 N.E. 143 (Ill. 1917). Il cd. *pricing mechanism* è illustrato in particolare da Schwarcz, 1993 cit.

<sup>48</sup> Cfr. *Del. Code Ann. tit. 6, 2701A-2703A* (2003) del Delaware che così stabilisce «[n]otwithstanding any other provision of law, . . . to the extent set forth in the transaction documents relating to a securitization transaction,» any property purported to be transferred in the securitization transaction «shall be deemed to no longer be the property, assets or rights of the transferor»; *Ala. Code 35-10A-2(a)(1)* (2003) dell'Alabama; *La. Rev. Stat. Ann. 10:9-109(e)* (2003) della Louisiana; *Ohio Rev. Code Ann. 1109.75* (2003) dell'Ohio; *N.C. Gen. Stat. 53-425, 53-426* (2004) della North Carolina; *S.D.*



parte delle società di rating (incaricate di attribuire il rating ai titoli cartolarizzati) di apposita dichiarazione con cui l'originator dia atto che la cessione dei crediti allo special purpose vehicle sia un "true sale" in favore di "separate entity"<sup>49</sup>; c) i tentativi di riforma pro securitization (poi naufragati) dell'art. 541 del Bankruptcy Code<sup>50</sup>.

Altro aspetto che denota la maggiore criticità della situazione del cessionario del credito negli Stati Uniti attiene al profilo del conflitto tra l'assignee (il cessionario) di un credito futuro e l'attaching creditor (il creditore del cedente), ogni volta che assuma rilevanza un credito futuro non correlato a contratto già esistente al momento dell'assignment. In questo caso, infatti, diversamente da ciò che ha previsto la più favorevole (per il cessionario del credito) disciplina speciale del nostro Paese in tema di cartolarizzazione<sup>51</sup>, il sistema nord-americano attribuisce prevalenza al titolo (incompatibile) dell'attaching creditor su quello dell'assignee del credito non ancora attuale, che non trovi fonte in un contratto già perfezionato al momento della cessione del credito<sup>52</sup>.

*Codified Laws 54-1-10* (2003) del South Dakota e *Tex. Bus. & Com. Code Ann. 9.109(e)* (2004) del Texas. Va osservato, tuttavia, che in modo tutt'altro che infrequente le Corti fallimentari (ignorando di fatto gli *statutes* locali) preferiscono utilizzare i principi generali del common law federale al fine di verificare se la cessione dei crediti ha costituito un true sale o piuttosto un secured loan. Ne danno atto in particolare Brown, (2008/2009) cit.; nonché Kettering, 2008, cit.

<sup>49</sup> Il profilo è ben evidenziato da Janger, 2004, cit. il quale così testualmente osserva: «The muddy line between a true sale and a "sale intended as security" has important institutional and practical consequences for securitizations. Because favorable bankruptcy treatment requires the transaction to be characterized as a "true sale," rating agencies, such as Moody's or Standard and Poor's routinely insist on assurance that the SPV, and the assets it holds, are "bankruptcy remote." They generally require the Originator to obtain an opinion of counsel stating (1) that the sale of assets by the Originator to the SPV is a "true sale" to a "separate entity"»; cfr. altresì Kettering, 2008, cit. p. 1553 ss.

<sup>50</sup> In proposito si segnala il Bankruptcy Reform Act del 2001 (S. 220, 107th Cong. § 912, 2001; H.R. 333, 107 th Cong. § 912, 2001) con il quale si propose di emendare la *section 541* del *Bankruptcy code* al fine di prevedere che ogni "eligible asset" che fosse stato trasferito dal debitore, prima dell'apertura del fallimento, a una "eligible entity" in connessione con un "asset-backed securitization" non potesse considerarsi "property" della curatela fallimentare del cedente (rectius l'originator). Tuttavia la proposta di emendamento fu abbandonata nel 2002. Cfr. E.J. Janger, 2004.

<sup>51</sup> Il nostro legislatore con l'introduzione di una specifica norma nella l. n. 130/99 ha, invero, sganciato, come già posto in luce nel testo in precedenza l'opponibilità del credito futuro sia probabile che eventuale dal momento della sua maturazione per collegarla al momento della pubblicazione dell'avvenuta cessione in Gazzetta ufficiale. Sulla nozione di credito futuro ai fini delle operazioni di cartolarizzazione appare utile richiamare nuovamente il Decreto del ministero del tesoro del 4 aprile 2001, cit. in cui si specifica che per crediti futuri devono intendersi «i crediti non ancora esistenti in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente».

<sup>52</sup> Nel caso, infatti, del credito futuro non originato da contratto già esistente al momento della cessione si configura soltanto una promise to assign the right con la conseguenza che il trasferimento del credito dal cedente al cessionario non può realizzarsi prima che il credito sia divenuto attuale. In proposito si richiama il Restatement, Contracts che nella § 154 (1932) afferma che «(1)... a right expected to arise in the future, under a contract ... in existence at the time of the assignment, can be effectively assigned. (2) An assignment of a right expected to arise under a contract ... not then existing is operative only as a promise by the assignor to assign the right and an authorization to the assignee to enforce it, but neither imposes a duty upon the obligor nor precludes garnishment by the obligee's creditors». Cfr. anche *The*

## Riferimenti bibliografici:

- AA.VV. (1999). La cartolarizzazione dei crediti in Italia, in Pardolesi R., *Commentario alla l. 30 aprile 1999 n. 130*, Milano: Giuffrè, p. XX ss.;
- AA.VV. (2005). La cartolarizzazione, in Ferro-Luzzi P., Pisanti C., *Commento alla l. n. 130/99*, Milano: Giuffrè, p. XIV ss.;
- Albamonte D. (2017) Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza* n. 10, Banca d'Italia;
- Bello M., (1999). L'investment banking: descrizione dell'attività e caratteristiche degli operatori, disponibile all'indirizzo [www.archivioceradi.luiss.it/documenti/archivio\\_ceradi/impresa/banca/invbank\\_Bello.pdf](http://www.archivioceradi.luiss.it/documenti/archivio_ceradi/impresa/banca/invbank_Bello.pdf);
- Bessone M. (2002). Cartolarizzazione dei crediti - «Soggetti», disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza. *Dir. banc.*, 2002, I, 3;
- Bolognesi E., Compagno C., Galdiolo M., Miani S. (2017). La gestione dei crediti deteriorati: un confronto tra cessione e cartolarizzazione del portafoglio. *Banc.*, n. 2.
- Bontempi B., Scagliarini G. (1999). La securitization. Milano: Giuffrè;
- Brown (2008/2009). Asset securitisation and the effect o insolvency on special purpose vehicles under Us bankruptcy law. The Americas restructuring and insolvency guide, consultabile all'indirizzo [www.americasrestructuring.com](http://www.americasrestructuring.com);
- Carrière P. (2017). Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina. [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), approfondimenti;
- Carota L. (2016). La cartolarizzazione dei crediti, in F. Galgano, *Le operazioni di finanziamento*. Bologna: Zanichelli, p. 892 ss.;
- Cotugno M. (2016). Credito non-performing e forborne exposure: nuove regole e implicazioni gestionali. *Banc.*, p. 78 ss.;
- Galletti D., Guerrieri G. (2002), *La cartolarizzazione dei crediti*. Bologna: Il Mulino;
- Galletti D. (2008). Cartolarizzazione dei crediti. *Enc. dir.-Annali*, Milano: Giuffrè, vol. II, tomo II, p. 205 ss.;
- Glendening. W (1939-1940). Contracts: Assignments: Contracts to assign and assignments of future rights: successive assignments: rights of creditor. *25 Cornell. L. Q.*, 283 ss.;
- Guerrieri G. (2017). Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni. *Banca, borsa ecc.*, p. 472 ss.;
- Harris-Mooney jr (2014). When is a dog's tail not a leg? A property based methodology for distinguishing sales of receivables from security interests that secure an obligation. *82 U. Cin. L. Rev.*, p. 1029 ss.;
- Hilson (2013). Asset Based lending: a practical guide to secured financing § 2:5.3;

---

*New York Law Governing the Relative Rights of Assignees and Third Party Claimants to a Future Fund*, cit., 581-582; Glendening, 1939-1940, p. 283 ss.

- Inzitari B. (2016). Crediti deteriorate (NPL), aiuti di stato nella BRRD e nella comunicazione sul settore bancario del 30.7.2013. *Banca Borsa ecc.*, I, p. 641 ss.
- Janger E.J. (2004). Asset Securitization and Secured Lending: The death of secured landing. *25 Cardozo L. Rev.*, p. 1759 ss;
- Kaufmann D.J., Oppenheim D.W., Yarett J.E. (2008). Franchise securitization financings. *27 Franchise l.j.*, p. 241 ss.;
- Kettering K. (2008). True sale of receivables: a purposive analysis. *16 Abi L. Rev.*, p. 511 ss.;
- Kettering (2008). Securitization and its discontents: the dynamics of financial product development. *29 Cardozo L. Rev.*, p. 1553 ss;
- Latham & Watkins (2012). The international comparative legal guide: Securitization, disponibile all'indirizzo [www.lw.com](http://www.lw.com);
- Mann R. J. (2004). The rise of state bankruptcy-directed legislation. *25 Cardozo L. Rev.*, p. 1805;
- McLaughlin G. (1988). Security interests in deposit accounts: unresolved problems and unanswered questions under existing law. *54 Brooklin L. Rev.*, p. 45;
- Messina P. (2011), Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia, *Finanza pubblica e d'impresa*, in Picozza E., Gabrielli E., *Trattato di diritto dell'economia*. Padova: Cedam, 2011, p. 241 ss.;
- Moro Visconti R., Rizzi D. (2006). La valutazione delle investment banks: modelli di business e value drivers. *Banche e Banchieri*, p. 199 ss.;
- Nigro A.C., Romano G. (2013), La regolamentazione degli hedge funds negli Usa: dal quasi collasso di Long Term Capital Management al Dodd Frank Act. *Il caso.it*;
- Nobilou H., Paccas A. (2015). The hedge fund regulation dilemma: direct vs. indirect regulation. *6 Wm. & Mary Bus. L. Rev.*, p. 183.
- Raines e Wong (2002). Aspects of securitization of future cash flows under English and New York Law. *Duke J. Comp. & Int'l L.*, p. 459 ss.;
- Rumi G. (2000). Securitisation in Italia - La l. n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti. *Giur. comm.*, 2000, I, 438 ss.
- Schwarcz (1993). *Structured Finance. A Guide to the Principles of Asset Securitization* (Practicing Law Institute, 2d ed.);
- Schwarcz (1993). The parts are grater than the whole: how securitization of divisible interests can revolutionize structured finance and open the capital markets to middle-market company. *139 Colum. Bus. L. Rev.*, p. 139 ss.;
- Schwarcz (2002). The impact of bankruptcy reform on "true sale" determination in securitization transactions. *7 Fordham J. Corp. & Fin. L.*, p. 353;
- Trombetti V. (2014). Le operazioni di cartolarizzazione di crediti commerciali e le recenti modifiche dei decreti Destinazione Italia e Competitività. *Banc.*, p. 61 ss.
- Vaughan D.A. (2003). Selected Definitions of "Hedge Fund", Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds, disponibile all'indirizzo internet <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>;
- Violante U. (2014). Mercato del prestito e cartolarizzazione dei crediti: impatto (e interferenze) della normativa europea di vigilanza prudenziale. *Giur. comm.*, p. 1004/1 ss.

Wolcott R. (2004). Un asset class a pieno titolo. Risk Italia, reperibile a <http://db.riskwaters.com/global/risk/foreign/italia/Nov2004/cdo.pdf>.