



**DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA  
DOTTORATO DI RICERCA IN “DIRITTO ED  
IMPRESA”**

XXXIV CICLO

SETTORE SCIENTIFICO DISCIPLINARE: IUS/05 DIRITTO DELL'ECONOMIA

**L'ATTIVITA' DI *SERVICING* NELLE OPERAZIONI DI  
CARTOLARIZZAZIONE: ANALISI DEL COMPARTO E  
PROSPETTIVE FUTURE**

**SUPERVISORE**

CHIAR.MA PROF.SSA  
MIRELLA PELLEGRINI

**DOTTORANDA:**

GIULIA MELE

**COORDINATORE DOTTORATO**

CHIAR.MO PROF.  
ANTONIO GULLO



## Sommario

<b>INTRODUZIONE: IL PERIMETRO E LO SCOPO DELL'INDAGINE.....</b>	<b>5</b>
<b>CAPITOLO I .....</b>	<b>10</b>
<b>LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE: UN'INTRODUZIONE .....</b>	<b>10</b>
1. Le operazioni di cartolarizzazione: origine e finalità .....	12
2. Il problema definitorio .....	16
3. Tipologia di cartolarizzazioni .....	21
4. La cartolarizzazione tradizionale: struttura e soggetti coinvolti 25	
4.1 Originator e beni cartolarizzabili.....	27
4.2 L'SPV e la separatezza patrimoniale.....	30
4.3 Natura dei titoli cartolarizzati.....	35
4.4 Gli altri soggetti della cartolarizzazione tradizionale.....	38
5. Come funziona la cartolarizzazione tradizionale.....	40
6. La Legge 130: cenni .....	50
7. La GACS – Garanzia sulla Cartolarizzazione delle sofferenze 57	
<b>CAPITOLO II.....</b>	<b>64</b>
<b>L'ATTIVITÀ DI <i>SERVICING</i> NELLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE: IL QUADRO NORMATIVO.....</b>	<b>64</b>
1. La frammentazione della disciplina del <i>servicer</i> .....	66
2. La riserva di attività nella Legge 130 .....	68
3. I compiti del <i>servicer</i> .....	70
4. Unicità del <i>servicer</i> e delegabilità a terzi .....	83



5.	La vigilanza della Banca d'Italia attraverso il <i>servicer</i> .	88
6.	Gli obblighi di rendicontazione del <i>servicer</i> .	89
7.	Lo scioglimento del rapporto contrattuale	91
8.	Profili di responsabilità del <i>servicer</i>	93
9.	Il <i>servicer</i> nella GACS	95
10.	Il <i>servicer</i> e la disciplina delle cartolarizzazioni in Europa: cenni	98
11.	Il <i>servicer</i> nella disciplina europea sulle cartolarizzazioni	101
<b>CAPITOLO III</b>		<b>106</b>
<b>L'ATTIVITA' DI <i>SERVICING</i> IN OTTICA DINAMICA: LA PERFORMANCE DEI <i>SERVICER</i> NELLE GACS E LA NUOVA DIRETTIVA SUI <i>SERVICER</i></b>		<b>106</b>
1.	La <i>performance</i> dei <i>servicer</i> nelle operazioni assistite da GACS: premessa	108
2.	Struttura del comparto dei <i>servicer</i> di GACS	110
3.	Campione di operazioni analizzate e caratteristiche	112
4.	Analisi dell'andamento dei recuperi	120
4.1	Status dei <i>trigger</i> di <i>performance</i>	123
4.2	L'analisi della Banca d'Italia	125
4.3	La <i>performance</i> dei <i>servicer</i>	127
5.	L'andamento dei recuperi pre e post Covid: un confronto	129
6.	Il mercato del <i>servicing</i> : dicotomia tra normativa e prassi e enforcement della Banca d'Italia	134
7.	Riflessioni sull'applicazione della Legge 130	137
<b>CAPITOLO IV</b>		<b>140</b>
<b>LA NUOVA DIRETTIVA SUI <i>SERVICER</i>: UN'OCCASIONE PER RIPENSARE ALLA DISCIPLINA DEI <i>SERVICER</i></b>		<b>140</b>
1.	La direttiva relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti: premessa e obiettivi	141



2. Ambito di applicazione oggettiva.....	148
3. Ambito di applicazione soggettiva .....	150
4. Requisiti dei credit <i>servicer</i> e degli acquirenti dei crediti .....	153
5. Criticità della Direttiva .....	156
6. Gli impatti sulla disciplina italiana .....	160
7. Possibili opzioni di recepimento della Direttiva sul <i>servicer</i> di cartolarizzazioni .....	162
<b>CONCLUSIONI</b> .....	167
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</b> .....	174



## INTRODUZIONE: IL PERIMETRO E LO SCOPO DELL'INDAGINE

La crescita dei crediti deteriorati nei bilanci bancari e le pressioni di mercato e regolamentari per ridurne il livello hanno accresciuto negli ultimi anni le opportunità di *business* per le imprese operanti nel recupero crediti, alimentando lo sviluppo di un mercato dai contorni ancora non ben delineati e potenzialmente foriero di rischi.

Questa circostanza ha portato all'attenzione del regolatore e del supervisore la figura del *servicer* - operatore per molto tempo trascurato dal legislatore (soprattutto europeo) - che è il soggetto a cui è devoluta l'attività di recupero e la gestione dei crediti, nell'ambito di operazioni di cessione di crediti, ivi incluse le cartolarizzazioni. In particolare, il *servicer* è stato oggetto di recente di specifici approfondimenti da parte della Banca d'Italia nonché del legislatore europeo che – a dicembre scorso – ha adottato una direttiva (la c.d. *secondary market directive*) tesa a fornire una disciplina armonizzata di questo soggetto.

L'obiettivo finale di questo lavoro è quindi quello di offrire una visione complessiva del fenomeno del *servicing*, muovendo dall'idea – che si cercherà di dimostrare in questo elaborato – che il *servicer* è il soggetto che sarà chiamato a gestire, nei prossimi anni, il problema dell'accumulo dei crediti deteriorati nei bilanci bancari, fenomeno destinato a perdurare considerati gli effetti della pandemia.

Il *servicer* è infatti il vero responsabile del funzionamento delle operazioni di cartolarizzazione, vale a dire dello strumento maggiormente utilizzato dalle banche (italiane e non) per smaltire i crediti deteriorati.



Per cercare di dimostrare questo assunto, si partirà innanzitutto dalla descrizione e dall'analisi dell'operazione a cui l'attività di *servicing* è di norma ricondotta: la cartolarizzazione dei crediti.

Il primo capitolo è quindi dedicato alla disamina del funzionamento della disciplina della cartolarizzazione dei crediti; vale a dire di quell'operazione giuridicamente ed economicamente complessa che, a livello embrionale, può ricondursi ad una cessione a titolo oneroso da parte del titolare (*originator*) di crediti pecuniari o di altre attività finanziarie idonee a generare flussi di cassa pluriennali a una società cessionaria (società veicolo) a fronte di un corrispettivo da trarre mediante il rifinanziamento che la stessa società cessionaria realizza sul mercato dei capitali attraverso l'emissione di strumenti finanziari. Tali strumenti finanziari dovranno essere successivamente ripagati, in conto interesse e in conto capitale, con i proventi derivanti dalla riscossione dei crediti ceduti.

Nella cartolarizzazione, come si cercherà di dimostrare, il *servicer* ha un ruolo fondamentale per il successo dell'operazione; questo infatti - almeno nell'impostazione italiana - ha una duplice importante funzione; la prima di natura tecnico-operativa, consistente nella riscossione dei crediti ceduti e nella prestazione dei servizi di cassa e di pagamento; e un'altra di garanzia, consistente nella verifica della conformità alla legge e al prospetto informativo di ciascuna delle operazioni concluse nell'ambito della cartolarizzazione. La centralità di tale figura emerge all'evidenza dal ruolo di collegamento del *servicer* tra l'attività di riscossione dei crediti e l'obbligazione che la società veicolo assume nei confronti del mercato con l'emissione dei titoli.

Vi è cioè un forte coinvolgimento del *servicer* - e correlativa responsabilità - nella garanzia del buon fine dell'operazione e nella tutela dei primari interessi dei portatori dei titoli.



Questi aspetti sono riflessi nella disciplina ad esso applicabile; nel secondo capitolo di questo elaborato si cercherà, quindi di effettuare una ricognizione della normativa applicabile al *servicer* oggetto, soprattutto in ambito nazionale, di una disciplina, per così, dire “sparpagliata” e diversa a seconda del contesto in cui l’attività di *servicing* è svolta.

In Italia, infatti, l’attività di mero recupero dei crediti per conto terzi non costituisce, di regola, attività finanziaria e può essere quindi liberamente esercitata, previa iscrizione in un elenco tenuto dalle questure (i.e. elenco ex art. 115 del Testo Unico delle leggi di pubblica sicurezza) a condizione che la stessa non comporti anche l’attività di concessione di finanziamenti (es. dilazione di pagamento; novazione dei contratti, ecc.); in questi, casi, infatti, questa assumerebbe i connotati di un’attività riservata alle banche e agli intermediari finanziari iscritti nell’albo previsto dall’articolo 106 TUB.

Regole più rigorose sono previste per il “*servicing*” delle operazioni di cartolarizzazione, dove la legge sulla cartolarizzazione dei crediti (i.e. legge n.130/1999) prevede una vera e propria riserva di attività, stabilendo che il “*servicer*” debba essere una banca o un intermediario ex art. 106 TUB. Questa scelta – che non trova riscontro in ambito europeo - può farsi risalire alla necessità di garantire un effettivo presidio di conformità sulle operazioni nonché di sottoporre la cartolarizzazione al controllo – per il tramite del *servicer* vigilato – alla supervisione dell’Autorità di vigilanza.

Se il secondo capitolo offre una visione per così dire statica dell’attività di *servicing*, perché incentrato sulla descrizione della normativa ad esso applicabile, nel terzo capitolo si cercherà di fornire una visione “dinamica” dell’attività di *servicing* attraverso la descrizione delle prassi di mercato e della *performance* dei *servicer* mediante l’analisi



dell'andamento delle operazioni di cartolarizzazioni da essi gestite e, in particolare, di quelle assistite dalla garanzia statale (c.d. GACS).

Le GACS rappresentano il banco di prova più utile, almeno a livello domestico, per dimostrare la centralità e l'essenzialità del *servicer* per la buona riuscita delle operazioni di cartolarizzazione nonché lo strumento per testare gli sforzi che i regolatori hanno profuso con l'obiettivo di creare le premesse per lo sviluppo di un nuovo mercato delle cartolarizzazioni ben regolamentato e in grado di operare in maniera efficiente.

Il quadro che ne deriva, come si vedrà, non è roseo; una buona parte delle operazioni di cartolarizzazione presentano andamenti non in linea con quelli attesi; complice, da un lato, la pandemia e, dall'altro, l'esistenza di prassi di mercato, molto lontane dall'impianto della Legge 130 e caratterizzate dallo svuotamento del ruolo *servicer*.

L'ultimo capitolo è dedicato all'analisi della c.d. *secondary market directive* (SMD), vale a dire della recente direttiva europea che – per la prima volta – intende fornire una disciplina armonizzata dell'attività di recupero dei crediti. Se infatti, il legislatore italiano – seppur in modo non uniforme – ha dimostrato di essere non indifferente al fenomeno, quello europeo è intervenuto per disciplinarlo con estremo ritardo incontrando le difficoltà tipiche di regolare un fenomeno diffuso da tempo, soggetto a discipline differenti e, quindi, oggetto di complesse e lunghe negoziazioni tra Stati prima del raggiungimento di un accordo comune. Il risultato di questo compromesso, come si illustrerà, non è brillante; la Direttiva, infatti, nell'ottica di non “scontentare” nessuno prevedere numerose incongruenze e discrezionalità nazionali che, se esercitate tutte, porterebbero a risultati ben lontani da quell'armonizzazione auspicata dalla direttiva.

Tuttavia, il recepimento di questa direttiva potrebbe anche rappresentare l'occasione per rivedere completamente la disciplina del



*servicer*, che dovrebbe essere ripensata per tenere conto dei limiti normativi che le prassi di mercato e l'esperienza delle GACS hanno evidenziato. Nel quarto capitolo si cercherà, quindi, anche di isolare l'impatto della direttiva sulla disciplina italiana e di indicare quali potrebbero essere le possibili opzioni di recepimento della stessa sul *servicing* di cartolarizzazioni, tentando di offrire alcune prime valutazioni intorno alla nuova possibile regolamentazione, in attesa delle più chiare evidenze che deriveranno dal recepimento, dall'applicazione e dall'implementazione della stessa da parte dell'industria finanziaria negli anni a venire.



## CAPITOLO I

### LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE: UN'INTRODUZIONE

**SOMMARIO:** 1. Le operazioni di cartolarizzazione: origine e finalità; 2. Il problema definitorio; 3. Tipologia di cartolarizzazioni; 4. La cartolarizzazione tradizionale: struttura e soggetti coinvolti; 4.1. *Originator* e beni cartolarizzabili; 4.2. L'SPV e la separatezza patrimoniale; 4.3. Natura dei titoli cartolarizzati; 4.4. Gli altri soggetti della cartolarizzazione tradizionale; 5. Come funziona la cartolarizzazione tradizionale; 5.1. Fase a): analisi della fattibilità dell'operazione e selezione del portafoglio da cartolarizzare; 5.2. Fase b) cessione degli attivi all'SPV; 5.3. Fase c) *credit enhancement* e valutazione del merito di credito (*rating*); 5.4. Fase d) emissione e collocamento degli ABS; 6. La Legge 130: cenni; 6.1. Origine, funzionamento e tratti distintivi; 7. La GACS – Garanzia sulla Cartolarizzazione delle sofferenze; 7.1. Elementi chiave della normativa.

\*\*\*

Scopo del presente capitolo è quello di descrivere – almeno nei suoi tratti essenziali – i caratteri principali della cartolarizzazione, cioè dell'operazione finanziaria che determina la “trasformazione” di un determinato pool di *asset* illiquidi in strumenti finanziari liquidi perché negoziabili.

Nel primo paragrafo, si cercheranno quindi di rintracciare le origini di questo fenomeno a cui la lettura finanziaria fa risalire, da un lato, la nascita della moderna finanza strutturata e, dall'altro, la causa della profonda crisi economica che, iniziata negli Stati Uniti, si sarebbe poi



irradiata in Europa raggiungendo l'acme nei primi dieci anni degli anni duemila.

Una volta chiarite le origini dello strumento verrà affrontato, nel secondo paragrafo, il problema definitorio di questa tecnica finanziaria. Considerate infatti le molteplici strutture che possono connotare la cartolarizzazione, si cercherà di individuare una definizione sufficientemente ampia che sia in grado di catturare completamente il fenomeno attraverso l'individuazione dei tratti più qualificanti dell'operazione non solo sotto il profilo microeconomico (guardando alla singola impresa che la realizza), ma anche sotto quello macroeconomico, volto cioè ad indagare il ruolo che essa svolge nella dinamica dei mercati finanziari.

Nel paragrafo 4, invece, si descriverà la struttura di un'operazione di cartolarizzazione tradizionale; la scelta di focalizzarsi su questa specifica tipologia di operazione è giustificata dalle finalità di questo elaborato che intende approfondire la figura del *servicer*. Ebbene, è proprio in questa tipologia di operazioni che si può cogliere il ruolo (e l'apporto) fondamentale di questo soggetto. La cartolarizzazione tradizionale verrà descritta non solo sotto il profilo c.d. statico (§ 4) – da intendersi come la descrizione dei soggetti coinvolti, della natura dei titoli emessi – ma anche sotto il profilo dinamico (§ 5), vale a dire il processo in cui l'operazione si articola e le dinamiche tra gli operatori. In entrambi i contesti, peraltro, si cercherà di fare riferimento sia alla disciplina italiana che a quella europea mettendo in evidenza, se del caso, analogie e differenze.

Infine, nell'ottica della trattazione del *servicer*, risulta essenziale fornire qualche informazione specifica (§ 6) sulla legge che disciplina in Italia la cartolarizzazione (i.e. la legge n. 130/1999) che rappresenta la cornice normativa di riferimento entro la quale il *servicer* appunto opera. Per la stessa ragione nell'ultimo paragrafo di questo capitolo (§



7) si accennerà anche alle cartolarizzazioni assistite dalla garanzia statale sui titoli *senior* (c.d. GACS) per la cui attività di *servicing* il legislatore domestico ha fissato specifiche e più stringenti disposizioni.

### **1. Le operazioni di cartolarizzazione: origine e finalità**

Le operazioni di cartolarizzazione rappresentano, probabilmente, uno degli strumenti più controversi della finanza moderna. Da un lato, esse rappresentano lo strumento che ha incarnato, per anni, il fenomeno dell'“innovazione finanziaria”, considerata la capacità di questa tecnica di trasformare strumenti “illiquidi” (i crediti che stazionano nei bilanci delle banche) in strumenti liquidi, vale a dire strumenti finanziari negoziabili. Dall'altro, è stata considerata l'emblema della “perversione della finanza” <sup>(1)</sup>, considerate le responsabilità di queste operazioni nella crisi finanziaria iniziata nel 2007 con la vicenda dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e propagatasi repentinamente anche in Europa.

Rimandando ai paragrafi successivi per la descrizione analitica di un'operazione di cartolarizzazione, è necessario descriverne, in sintesi, il funzionamento per cercare di capire le origini di questo fenomeno.

Nell'accezione comune, la “cartolarizzazione” è la cessione di un portafoglio di crediti – presenti nel bilancio di un ente – ad una società veicolo appositamente costituita (*Special Purpose Vehicle, SPV*) a fronte della quale vengono emessi titoli obbligazionari destinati al collocamento presso la generalità degli investitori. In queste strutture, ai detentori dei titoli sono dovuti solo i flussi di cassa generati dai crediti ceduti; non a caso si parla di “*asset-backed securities*”, poiché la remunerazione dei titoli dipende esclusivamente dal sottostante.

---

<sup>(1)</sup> Cfr. A. PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità*, Convegno AIAF, Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Milano, 9 novembre 2017.



Peraltro, negli Stati Uniti – luogo nel quale sono nate le cartolarizzazioni – la locuzione utilizzata per definire i titoli emessi dalla SPV cambia a seconda della natura dei crediti sottostanti; in particolare i titoli sono denominati MBS (*Mortgages Backed Securities*) quando i crediti ceduti sono di tipo immobiliare (mutui ipotecari residenziali o commerciali); mentre sono definiti ABS se i crediti sottostante ha natura finanziaria (crediti al consumo, crediti per leasing, finanziamenti di automobili, etc.). Questa distinzione non ricorre in ambito europeo nel quale si parla, genericamente, di ABS.

Indipendentemente dalla tipologia dei crediti oggetto di cessione, la peculiarità delle operazioni di cartolarizzazione risiede, come detto, nella capacità delle stesse di trasformare attività illiquide e quindi non negoziabili, in attività negoziabili capaci di generare *cash flow*.

Sull'origine delle cartolarizzazioni molte sono le teorie <sup>(2)</sup>; tuttavia la nascita di questa peculiare tipologia di operazioni deve essere collocata, negli Stati Uniti, nel corso degli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso. La prima cartolarizzazione venne, infatti, realizzata dalla *Bank of America* e dalla *Salomon Brothers*; si trattava di un'operazione di cessione di crediti immobiliari (*i.e.* mutui concessi dalla *Bank of America*) con la contestuale emissione di titoli obbligazionari che vennero collocati presso investitori istituzionali <sup>(3)</sup>. È il 1977 e per la

---

<sup>(2)</sup> Cfr. M. BODGAN, *Speaking of Securitization of financial assets*, in *Ovidius University Annals – Economic Sciences Series*, 2017, vol. 17, n. 1, pp. 611-612; J. J. MCCONNELL, S. A. BUSER, *The origins and evolution of the market for mortgage-backed securities*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2011, vol. 3; B. G. Buchanan, *Back to the future: 900 years of securitization*, in *Journal of the risk finance*, 2014, vol. 15, pp. 316-33; ID., *op. ult. cit.*, p. 668. P. VIRGA, *La cartolarizzazione: una operazione nuova, anzi antica*, in *Giust. civ.*, X, 2001; W. VIRGA, *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2007, pp. 1011 e s.;

<sup>(3)</sup> V. L. S. RANIERI, *The origins of securitization, source of its growth, and its future potential*, in *A primer on securitization*, (a cura di) T. KENDALL, M. J. FISHMAN, Cambridge, *The Mit Press*, 1996, pp. 31 ss.; K. ENGEL, P. MCCOY, *The subprime virus*, Oxford, *Oxford University Press*, 2010, p. 17; D.C. BONSALE, *Securitization*, London, Butterworths, 1990, p. 3.



prima volta, nella rubrica “*Heard of the street*” del *Wall Street Journal* appare il termine *securitisation*.

Questa tipologia di operazione - antesignana della c.d. finanza strutturata – nasce da un problema pratico ricorrente, in quegli anni, negli Stati Uniti; la crescita economica esponenziale poneva, infatti, le giovani generazioni nella condizione di poter acquistare casa con il conseguente aumento della domanda dei mutui immobiliari e il relativo incremento del prezzo. Peraltro, negli stessi anni, il governo aveva intrapreso una politica di inclusione tesa a facilitare l’acquisto della casa da parte delle “minoranze”.

Per risolvere il problema era quindi necessario incentivare l’utilizzo delle cartolarizzazioni che consentivano agli intermediari di concedere mutui, “liberare” patrimonio di vigilanza e generare nuova liquidità da immettere nel circuito del credito. Questo strumento, in buona sostanza, avrebbe consentito agli intermediari di erogare finanziamenti senza soluzione di continuità.

In quest’ottica, quindi, devono essere inquadrare le misure adottate dal legislatore statunitense <sup>(4)</sup> tese ad incentivare l’utilizzo dello strumento attraverso: incentivi fiscali sui titoli cartolarizzati e istituzione di alcune società *specializzate* che rilasciavano garanzie sui mutuatari (es. la *Government National Mortgage Association*, GNMA) agevolando il

---

<sup>4</sup> Tra le altre misure che incentivarono il ricorso allo strumento bisogna annoverare il *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA)*, del 1980, che consentì a tutte le banche di finanziarsi a tassi di mercato; ciò introdusse una nuova competizione fra gli intermediari bancari e un diffuso orientamento a intraprendere attività sempre più complesse e rischiose (ivi incluse le cartolarizzazioni). Infine, a favorire definitivamente la diffusione dello strumento contribuì l’abolizione, nel 1999, del *Glass-Steagall Act*, che determinò l’affermazione del concetto di “banca universale” e quindi il superamento tra banche commerciali e banche di investimento. Ciò incoraggiò il passaggio da un modello bancario classico, *Originate To Hold (OTH)* a un modello innovativo, *Originate To Distribute (OTD)* dove la funzione di prestito è scissa da quella di gestione del rischio.



processo di finanziamento e in definitiva il collocamento dei titoli cartolarizzati presso gli investitori.

In Europa, le cartolarizzazioni vengono esportate circa dieci anni dopo; è la Gran Bretagna il paese precursore, dove, nel 1985, viene realizzata una cartolarizzazione di mutui residenziali da parte della *Bank America Finance International*. Oggi il mercato inglese è il secondo mercato mondiale di ABS. In Italia, come si vedrà nel proseguo, la prima legge sulla cartolarizzazione risale solo al 1999; questa circostanza non ha, tuttavia, impedito al nostro Paese di imporsi come uno dei principali fruitori di questo strumento.

Da questa ricostruzione emerge come la nascita delle cartolarizzazioni debba essere ricondotta, come detto, all'esigenza di assicurare risorse liquide a fronte del trasferimento di attivi non prontamente liquidabili. Ma questa è solo una delle funzioni che le cartolarizzazioni attualmente assolvono; possono, infatti, essere individuate almeno alte tre finalità che connotano lo strumento <sup>(5)</sup>: (i) reperimento di liquidità sul breve periodo; (ii) volontà dell'intermediario di intervenire sulla composizione dell'attivo patrimoniale; e (iii) esigenza di riduzione del capitale regolamentare imposto dai vincoli prudenziali (i.e. ottenimento del c.d. *capital relief*).

Con riferimento all'obiettivo sub (i), questo può essere conseguito a condizione che l'operazione consenta la cessione degli attivi cartolarizzati a titolo definitivo; solo a questa condizione, infatti, l'ente può incassare il corrispettivo. In questo caso, l'operazione funge come canale di finanziamento alternativo a quello bancario <sup>(6)</sup> che può essere

---

<sup>5</sup> M. MAZZUCA, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Milano, Egea, 2015.

<sup>6</sup> I questi casi la motivazione principale dell'operazione risiede nel tentativo di diversificare le forme di raccolta finanziaria rispetto ai depositi bancari; v. F. BATTAGLIA, *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?* Milano, Franco Angeli, 2013, p. 46.



molto più vantaggiosa, in termini economici, rispetto al “mutuo” bancario i cui tassi di interesse sono funzione del merito di credito del richiedente. Nelle operazioni di cartolarizzazione, invece, il rating dei titoli cartolarizzati è solo funzione della qualità del portafoglio sottostante e prescinde dalla situazione finanziaria dell’originator (i.e. il cedente).

La finalità di cui al precedente punto (ii), consiste nell’esigenza dell’ente di diversificare la composizione dell’attivo patrimoniale trasformando i “crediti” in “titoli”. In altre parole, in questa struttura *l’originator* cede i crediti al veicolo e ricompra i titoli obbligazionari dallo stesso emessi. Non c’è, evidentemente, cessione del rischio da parte *dell’originator* né reperimento di liquidità da parte dello stesso ma solo una modifica della composizione del bilancio dal quale “usciranno” i crediti ed “entreranno” le note cartolarizzate. Infine, ultimo obiettivo che questo strumento può realizzare è quello del c.d. *capital relief*; vale a dire il vantaggio, in termini di minor assorbimento patrimoniale, che può essere conseguito sul patrimonio di vigilanza in seguito alla cessione – che deve essere a titolo definitivo – dei crediti.

## 2. Il problema definitorio

Secondo il Garzanti, la cartolarizzazione è la “*tecnica finanziaria che consente di convertire crediti o beni immobili posseduti da una banca, una società o un ente pubblico in valori mobiliari facilmente negoziabili sul mercato*” <sup>(7)</sup>. Per quanto a-tecnica, questa definizione consente già da sola di cogliere il tratto caratterizzante dello strumento,

---

<sup>7</sup> Sull’origine etimologica, v. F. GALGANO, Trattato di diritto civile, II, Padova, Cedam-Wolters Kluwer, 2009, p. 728; ma anche F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *Securitization: the tool of financial transformation*, Yale ICF Working Paper 7, 2007, i quali evidenziano la portata più ampia del termine rispetto a quella più specifica che è venuta ad assumere nel contesto finanziario.



vale a dire la trasformazione di un *asset* illiquido in uno strumento cartolare.

Se per alcuni <sup>(8)</sup> è questa la caratteristica che meglio definisce e distingue la cartolarizzazione dalle altre attività di smobilizzo di crediti, per altri non sarebbe questo l'elemento tipico di questo strumento. Parte della letteratura, infatti, pone l'accento sull'obiettivo che l'operazione è chiamata a realizzare, vale a dire il trasferimento del rischio da un soggetto ad un altro <sup>(9)</sup>.

Quest'ultima impostazione ha il pregio di concentrarsi sul risultato finale dell'operazione di cartolarizzazione piuttosto che sulle modalità con cui questa viene realizzata e consente di minimizzare i rischi di arbitraggio regolamentare. Una definizione basata sul "processo" ovvero sulle modalità con cui l'operazione è realizzata rischia di non "catturare" strutture che pur realizzando il medesimo obiettivo della cartolarizzazione seguono "meccanismi" diversi. Peraltro, una definizione basata sulla "finalità" consente anche di superare il problema dell'obsolescenza che spesso connota queste strutture,

---

<sup>8</sup> Cfr. A. HUDSON, per cui "*Securitisation is the process by which a range of cash receivables or similar assets are grouped together and offered to investors in the form of a security in return for a capital payment from the investors*", *The Law of Finance*, London, Sweet&Maxwell, 2013, p. 1294. Definizione simile a quella che propone J. A. ROSENTHAL, J. M. OCAMPO, *Securitization of credit: inside the new technology of finance*, New York, John Wiley, 1988, che la definiscono come «*The carefully structured process whereby loans and other receivables are packaged, underwritten, and sold in the form of securities (instruments commonly know as asset-backed securities)*».

<sup>9</sup> Cfr. L. GULLIFER, J. PAYNE, per cui "*Securitisation is a technique which can be used by either a company or a lender to transfer the credit risk of receivables either (in the case of a company) trade receivables or (in the case of a lender) loan receivables or even bonds) and/or to receive immediate finance from rights to payment in the future*" *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford, Hart Publishing, 2015, p. 467. Anche nella letteratura italiana, D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, op. cit., secondo i quali la cartolarizzazione «*in prima approssimazione, può essere definita come l'operazione volta al reperimento, presso il pubblico degli investitori, di somme di denaro dirette a finanziare l'impresa titolare di determinati assets patrimoniali, in cambio della destinazione, in via esclusiva, di tale portafoglio alla soddisfazione del diritto degli investitori alla restituzione del capitale investito, maggiorato degli interessi*».



oggetto di cambiamenti repentini nel meccanismo di funzionamento. In altre parole, la scelta di una definizione per “processo” corre il rischio di diventare rapidamente superata e quindi incapace di regolare adeguatamente il fenomeno.

Questa consapevolezza ha probabilmente inciso anche sulle scelte definitorie fatte dal legislatore nazionale ed europeo; non è un caso, infatti, che quello domestico abbia rinunciato a fornire una definizione di “cartolarizzazione” e si sia limitato a stabilire le modalità con cui questa deve essere svolta e gli *asset* che può riguardare. La legge 30 aprile 1999, n. 130 <sup>(10)</sup> (“Legge 130) – vale a dire il testo di riferimento in Italia per la disciplina delle cartolarizzazioni – non fornisce infatti una definizione di cartolarizzazione ma si limita semplicemente a fornire l’ambito di applicazione della Legge 130 riferendolo – in maniera piuttosto tautologica – alle cartolarizzazioni che si realizzano mediante la cessione dei crediti <sup>(11)</sup>.

Se volessimo ricondurre questa “non-definizione” ad una delle tecniche definitorie sopra richiamate, probabilmente questa andrebbe inquadrata nell’ambito dell’approccio per processo considerato il riferimento alla tecnica della “cessione dei crediti”. Questa impostazione, ha costretto il legislatore nazionale ad emendare un numero smisurato di volte la

---

<sup>10</sup> Legge n.130 del 30 aprile 1999 “*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*” pubblicata sulla gazzetta ufficiale n.111 del 14 maggio 1999.

<sup>11</sup> Cfr. art. 1, comma 1 della Legge 130, in base al quale “*La presente legge si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti*”. Peraltro, l’incipit della norma lascia intuire che possano esistere delle operazioni di cartolarizzazione, diverse da quelle disciplinate dalle Legge 130 e a cui la stessa legge non si applica. Tuttavia l’operazione di cartolarizzazione è retta da una normativa *speciale* così fortemente derogatoria dei principi del nostro ordinamento che sembra difficile che possa realizzarsi un’operazione di cartolarizzazione con una fattispecie diversa da quella prevista dalla Legge 130 senza che questa violi le norme giuridiche generali, e conseguentemente venga dichiarata invalida e inefficace alla luce dei principi del codice civile o del diritto bancario e finanziaria. Cfr. FERRO – LUZZI, Commento sub. art. 1, in FERRO – LUZZI e PISANTI (a cura di), *La cartolarizzazione. Commento alla legge n.130/99*, Milano, 2005, pag. 138 ss.



Legge 130 al fine di ricomprendere, nella relativa disciplina, cartolarizzazioni che non sono realizzate tramite “cessioni” bensì tramite garanzie (i.e. le cartolarizzazioni sintetiche, di cui si parlerà in seguito) ovvero quelle che non hanno come oggetto crediti, bensì immobili (i.e. la cartolarizzazione immobiliari).

Il legislatore europeo, invece, ha scelto di adottare una definizione che include elementi finalistici ed elementi legati al processo, definendo la cartolarizzazione come: *“l’operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un’esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti, avente tutte le seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell’ambito dell’operazione o dello schema dipendono dalla performance dell’esposizione o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell’operazione o dello schema, c) l’operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all’art. 147, paragrafo 8, regolamento (UE) n. 575/2013”*<sup>(12)</sup>.

La definizione, come si legge, si focalizza tanto sulla finalità della cartolarizzazione, vale a dire “la distribuzione delle perdite” tra gli investitori della cartolarizzazione, quanto sul meccanismo di funzionamento, cioè la suddivisione in note (*tranches*) dei titoli emessi dall’SPV e il fatto che la redditività delle stesse sia connessa solo alla *performance* del portafoglio sottostante.

La visione “lungimirante” del regolatore europeo non è una scelta ma una necessità dovuta all’esigenza di includere, in un’unica definizione,

---

<sup>12</sup> Art. 2, n. 1, Regolamento (UE) n. 2042/2017 del parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012.



la varietà di strutture diffuse a livello europeo. Quando si è concluso il negoziato che avrebbe portato all'adozione del regolamento che, per la prima volta, ha offerto una disciplina organica e completa del fenomeno della cartolarizzazione era, infatti, il 2017. Un po' fuori tempo, insomma, pensare che si potesse utilizzare una definizione semplice e univoca per un fenomeno praticamente dilagante e che, peraltro, era stato additato come la causa della crisi profonda del 2007/2008.

Prima del 2017, infatti, l'unica disciplina europea in materia di cartolarizzazione era contenuta nel Regolamento (UE) 575/2013 <sup>(13)</sup> che, tuttavia, delle cartolarizzazioni disciplinava solo gli impatti prudenziali che queste avevano sul patrimonio di vigilanza delle banche. Tutti gli altri aspetti relativi alla strutturazione dell'operazione non erano invece oggetto di menzione e così pure i casi in cui la cartolarizzazione non era realizzata da un soggetto non vigilato. Il Regolamento (UE) 2017/2402 <sup>(14)</sup> (Regolamento Cartolarizzazioni) per la prima volta introduce una disciplina trasversale delle cartolarizzazioni; cioè applicabile a tutti i soggetti (vigilati o meno) e riguardante tutti gli aspetti – non solo quelli di natura prudenziale – connessi all'operazione.

Peraltro, mettendo a confronto la definizione del legislatore europeo con quella nazionale emerge immediatamente un fattore distintivo dell'una e dell'altra definizione costituito dall'assenza, nella disciplina italiana, della necessità del *tranching*. Ne consegue che le operazioni in cui la SPV emette una sola classe di note potranno essere considerate

---

<sup>13</sup> Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

<sup>14</sup> Regolamento (UE) n. 2042/2017 del parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012.



“cartolarizzazioni” ai sensi della disciplina italiana ma non ai fini di quella europea con la conseguenza che le ben più incisive disposizioni previste dal Regolamento Cartolarizzazioni non troveranno applicazione.

### **3. Tipologia di cartolarizzazioni**

Nel paragrafo precedente si è cercato di evidenziare la difficoltà di “definire” in maniera univoca il fenomeno delle cartolarizzazioni; questo è anche dovuto alla varietà di strutture con cui può essere realizzata un’operazione di cartolarizzazione.

Il grado di sofisticazione delle procedure, il cambiamento delle prassi operative a cui si assiste a seconda dello Stato in cui l’operazione viene realizzata, rendono sempre meno nitidi i confini dell’intero fenomeno che finisce per intercettare trasversalmente ampi segmenti, dai mercati creditizi a quelli finanziari, dai “mercati” dei derivati sino alle politiche monetarie.

In questa varietà di strutture, al fine di provare a fornire una “tipizzazione” delle operazioni di cartolarizzazioni, si intendono utilizzare i seguenti tre criteri classificatori che consentono di creare una tassonomia minima di settore. Si tratta del criterio: (i) della finalità dell’operazione; (ii) delle tecniche operative; e (iii) della tipologia del portafoglio.

Il primo criterio, il più importante, si basa sulla finalità per cui la cartolarizzazione viene realizzata; tale criterio consente di distinguere tra cartolarizzazioni c.d. tradizionali (conosciute anche come *true sale*), cartolarizzazioni sintetiche e auto-cartolarizzazioni.

Questa tipologia di classificazione trova riscontro nei primi lavori del Comitato di Basilea <sup>(15)</sup> – poi ripresi da altre istituzioni internazionali

---

<sup>15</sup> COMITATO DI BASILEA, *Asset securitization, consultative document*, 2001.



<sup>(16)</sup> – ed è, probabilmente, la *summa divisio* più nota nel mercato; le cartolarizzazioni tradizionali sono caratterizzate dalla cessione effettiva del portafoglio da un ente cedente (c.d. *originator*) ad una società veicolo – solitamente denominata *special purpose vehicle* (SPV) – emittente strumenti finanziari – *asset-backed securities* (ABS) – che rappresentano ragioni di credito nei confronti dei *pool* di attivi trasferiti. In sintesi, nelle cartolarizzazioni tradizionali vengono ceduti sia gli *asset* oggetto di cartolarizzazione sia il rischio ad essi associato.

Nelle cartolarizzazioni sintetiche, invece, si assiste solo al trasferimento del rischio e non anche dei relativi *asset*; questo risultato è ottenuto tramite l'utilizzo di garanzie e derivati che determinano la traslazione del rischio senza la necessità di trasferire “fisicamente” gli *asset*, come appunto accade nella cartolarizzazione sintetica.

La cartolarizzazione sintetica può, peraltro essere realizzata attraverso due modalità; la prima consiste nella stipula di un contratto di *credit default swap* (CDS), detta cartolarizzazione sintetica *unfunded* <sup>(17)</sup>; la seconda, invece, prevede, l'emissione da parte dell'SPV di *credit link notes* (CNL) destinate ad essere sottoscritte dagli investitori; questa struttura è nota come cartolarizzazione sintetica *funded* <sup>(18)</sup>.

---

<sup>16</sup> V. A. DELIVORIAS, *Understanding securitisation. Background, benefits, risks, Bruxelles*, 2015, p. 6.

<sup>17</sup> Nell'operazione che si realizza tramite la stipula di un CDS di tipo *unfunded*, l'*originator* (*protection buyer*) trasferisce al *protection seller* il rischio relativo agli attivi obbligandosi a corrispondere un vero e proprio premio “assicurativo” che gli attribuisce il diritto di ricevere la protezione acquistata al verificarsi di un determinato evento creditizio (*credit event* o *trigger credit event*). Si discute circa la possibilità di ricomprendere tale operazione entro la categoria delle cartolarizzazioni. Difatti, in questo caso, manca completamente il fenomeno della “titolarizzazione” che dovrebbe sempre presupporre la conversione di attivi illiquidi in strumenti finanziari negoziabili; sul punto v. P. MESSINA, op. cit..

<sup>18</sup> In questo tipo di operazione, l'*originator* trasferisce il rischio di credito all'SPV, il quale, in qualità di *protection seller*, riceve il pagamento del premio per la protezione accordata. Tuttavia, l'SPV, si copre dal rischio associato emettendo *credit link notes* destinate ad essere offerte agli investitori, i quali, quindi, in ultima analisi risulteranno i “veri” *protection sellers*, sopportando il rischio di *default*. Sul punto v. P. MESSINA, op. cit.; C. RUCCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, *Giurisprudenza Commerciale*, 2012, pp. 371 e ss.



Infine, con auto-cartolarizzazione si intende l'operazione nella quale i titoli obbligazionari emessi dalla SPV sono interamente acquistati dall'*originator* della cartolarizzazione. L'obiettivo di queste operazioni non è evidentemente quello di "trasferire il rischio" bensì quello di differenziare il patrimonio del soggetto cedente che sostituisce *asset illiquid* (i crediti) con *asset* maggiormente negoziabili (i.e. titolo obbligazionari eventualmente cedibili sul mercato secondario). Questo tipo di operazioni sono realizzate dagli *originator* per "creare" titoli da utilizzare come garanzia per altre operazioni di finanziamento (es. costituendo in pegno gli stessi titoli) <sup>(19)</sup>.

Le auto-cartolarizzazioni hanno conosciuto una certa diffusione grazie alle operazioni di politica monetaria adottate dalla Banca Centrale Europea nell'ambito del programma di supporto al finanziamento a breve termine degli istituti di credito della zona euro di fronte al collasso registrato sui mercati interbancari. I titoli obbligazionari emessi dalle SPV sono state, infatti, ampiamente utilizzate come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento con la BCE <sup>(20)</sup>.

Il secondo criterio di classificazione è quello basato sulla tecnica utilizzata per la realizzazione dell'operazione; con riferimento alle cartolarizzazioni tradizionali e ai modelli maggiormente utilizzati in Italia, si possono distinguere tra cartolarizzazioni realizzate tramite le SPV (in assoluto le più diffuse), tramite fondi comuni di investimento

---

<sup>19</sup> Cfr. Relazione annuale Banca d'Italia 2008, dove si legge a p. 204 che «*nelle autocartolarizzazioni, a differenza delle cartolarizzazioni tradizionali, i titoli emessi dalla società veicolo a fronte dei crediti ceduti dalla banca non vengono collocati sul mercato, ma sono interamente sottoscritti dalla banca stessa. Esse non comportano quindi trasferimento del rischio di credito, che rimane interamente in capo alla banca che ha effettuato l'operazione, né costituiscono una fonte di provvista diretta*».

<sup>20</sup> Si veda di nuovo P. MESSINA, op. cit. il quale evidenzia come le operazioni di rifinanziamento con la BCE avvenivano sulla base di un contratto di acquisto a pronti con patto di vendita a termine (c.d. "repo") tale per cui, la BCE acquistava le ABS della *tranche senior* emesse dall'SPV con l'obbligo per l'*originator* di riacquistarle ad un prezzo stabilito entro una data predeterminata.



(<sup>21</sup>) e le operazioni mediante erogazione di un finanziamento (c.d. *sub participation*) (<sup>22</sup>). L'utilizzo di uno strumento piuttosto che dell'altro incide anche sulla natura degli ABS emessi; titoli obbligazionari o quote di un fondo comune di investimento.

Il terzo criterio di classificazione si fonda sulla tipologia degli *asset* cartolarizzati; si tratta di un criterio molto importante considerato che il successo di un'operazione di cartolarizzazione dipende dalla capacità del portafoglio ceduto di generare flussi di cassa capaci di ripagare i titoli emessi. In generale, si deve distinguere fra ABS, i cui sottostanti sono rappresentati da crediti (indipendentemente dalla ragione per cui sono stati erogati) e MBS (*mortgage backed-securities*), vale a dire ABS con sottostanti rapporti di mutuo. Sulle caratteristiche che devono essere possedute da questi crediti per essere cartolarizzati si tornerà in seguito.

Le considerazioni sin qui svolte, lungi dal rappresentare solo un mero tentativo classificatorio, sono strettamente funzionali alla trattazione della cartolarizzazione tradizionale su cui si intende concentrare l'attenzione di questo primo capitolo.

---

<sup>21</sup> In questi casi, l'operazione realizza il trasferimento degli attivi *dall'originator* ad un fondo comune di investimento, il cui patrimonio sarà rappresentato esclusivamente da tali attivi e sarà gestito da una società di gestione (che sostituisce il *servicer* della cartolarizzazione tradizionale). A fronte del trasferimento, il fondo emetterà e collocherà quote (i.e. titoli di partecipazione al fondo stesso). Questa forma è disciplinata anche nell'ordinamento nazionale dalla Legge 130 (cfr. l'art. 7 che prevede che le disposizioni in materia di cartolarizzazione trovano applicazione anche "alle cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti". Cfr. G. GENTILE, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, Banca Borsa e Titoli di credito, 2000, pp. 756 e ss.

<sup>22</sup> In questo caso, l'operazione prevede l'erogazione di un finanziamento da parte dell'SPV a favore dell'*originator*. L'SPV si procura la provvista necessaria attraverso l'emissione di ABS, senza che si realizzi il trasferimento degli attivi dal secondo al primo (modalità espressamente riconosciuta sia dal legislatore europeo nel Regolamento Cartolarizzazioni sia dalla Legge 130).



Questa scelta è legata allo scopo di questo elaborato che – intendendo approfondire il ruolo del *servicer* nelle operazioni di cartolarizzazione – non può che focalizzarsi sulle cartolarizzazioni tradizionali, nelle quali il legislatore nazionale, come si vedrà, prescrive l'obbligo di avvalersi di un soggetto professionale per l'attività di recupero, il cosiddetto *servicer*, da cui dipende, in definitiva, l'esito dell'operazione di cartolarizzazione <sup>(23)</sup>.

#### **4. La cartolarizzazione tradizionale: struttura e soggetti coinvolti**

La cartolarizzazione tradizionale – oltre ad essere la struttura funzionale alla disamina del ruolo del *servicer* - è anche il modello più diffuso e praticato che, non a caso, rappresenta il prototipo di riferimento sia dell'impianto regolamentare italiano che di quello europeo.

Come anticipato, in Italia la disciplina sulle cartolarizzazioni è apparsa per la prima volta con la Legge 130 che ha disciplinato, innanzitutto, l'operazione di cartolarizzazione che si realizza mediante la “cessione dei crediti”, vale a dire la cartolarizzazione tradizionale. La normativa è stata successivamente modificata per fare spazio alle altre tipologie di operazioni (come quelle sintetiche) ma è indubbio che è la cartolarizzazione tradizionale il modello di riferimento del legislatore nazionale. Stesso discorso vale anche per quello europeo che nel Regolamento Cartolarizzazioni disciplina, proprio ai primi articoli, la cartolarizzazione tradizionale e costruisce “per rimandi” la disciplina relativa alle altre tipologie di cartolarizzazioni.

---

<sup>23</sup> Nelle cartolarizzazioni sintetiche la mancata cessione degli *asset* vede l'*originator* impegnato dell'attività di recupero (di cui rimane responsabile). Non a caso né il legislatore europeo né quello nazionale prevede l'obbligo di dotarsi di un soggetto specifico per lo svolgimento di questa attività.



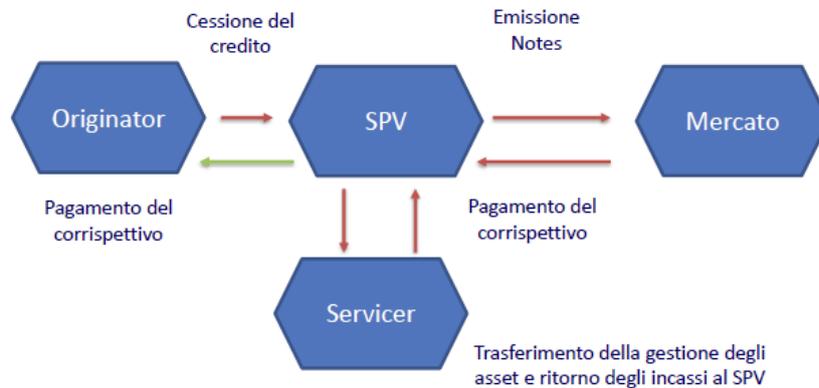
L'obiettivo di questo e dei successivi paragrafi è quindi quello di fornire una panoramica dei soggetti coinvolti in nella cartolarizzazione tradizionale nonché quello di individuare la disciplina ad essi applicabile ai sensi della disciplina nazionale ed europea.

Nella sua struttura più essenziale la cartolarizzazione coinvolge almeno quattro soggetti principali: *l'originator* (titolare degli attivi destinati ad essere cartolarizzati), un ente-veicolo (SPV) e l'investitore (inteso, ovviamente, come categoria) e il *servicer*, il soggetto attivo nell'attività di recupero dei crediti dalla quale dipende il pagamento delle note cartolarizzate.

*L'originator* trasferisce gli attivi (illiquidi) di cui è titolare all'SPV, il quale finanzia l'acquisto degli stessi attraverso l'emissione di strumenti finanziari (ABS). *L'originator* realizza, quindi, il suo obiettivo. I titoli emessi dall'ente-veicolo saranno collocati presso gli investitori, i quali si attendono un rendimento pluriennale "garantito" dai rapporti sottostanti.

Il rendimento di questi titoli dipende in gran parte dalla qualità del portafoglio ceduto e soprattutto dall'efficacia/capacità del *servicer* nell'attività di recupero; delle somme recuperate, infatti, gioveranno i titolari delle note cartolarizzate in base all'ordine di priorità stabilito dalla cascata dei pagamenti.

Nei paragrafi che seguono, si intende quindi fornire una descrizione dei soggetti protagonisti dell'operazione di cartolarizzazione c.d. tradizionale rimandando al seguente capitolo 2 la trattazione approfondita del *servicer*, la cui analisi costituisce l'obiettivo di questo elaborato.



Fonte: Elaborazione personale

#### 4. 1 Originator e beni cartolarizzabili

Con la locuzione *originator* della cartolarizzazione si intende il soggetto che nell'esercizio della sua attività crea attivi che possono essere cartolarizzati. A ben vedere, quindi, la nozione di *originator* è strettamente connessa alla tipologia di *asset* che esso è in grado di generare, indipendente dalla natura – pubblica o privata, persona giuridica o fisica – del soggetto cedente <sup>(24)</sup>.

Ovviamente le banche e gli altri intermediari finanziari impegnati nelle attività di concessione di finanziamenti sono i candidati ideali per ricoprire il ruolo di “*originator*” poiché l'oggetto sociale esclusivo di questi soggetti consiste esattamente nell'erogazione di crediti a favore di terzi <sup>(25)</sup>.

Tuttavia, i soggetti finanziari non esauriscono l'elenco dei soggetti che possono ricoprire questo ruolo; anche le imprese commerciali, le

<sup>24</sup> Cfr. G. BEI, *Cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, in *Impresa commerciale industriale*, 2003 per il quale «in merito ai caratteri dell'originator la legge è alquanto laconica e, in mancanza di indicazioni contrarie, si ritiene pertanto che si possa trattare di un ente pubblico o privato, costituito o meno in forma societaria (di persone o di capitali), come anche di una persona fisica».

<sup>25</sup> Cfr. V. LEMMA, *The shadow banking system*, Milano, Hoelpli, 2016, p. 83, secondo il quale «banks are able to provide one of the best raw materials to nurture the production chain of SFIs: the loan granted after the standard banking control procedure of the debtor».



pubbliche amministrazioni e gli enti previdenziali <sup>(26)</sup> presentano nei loro bilanci credito commerciali (e.g. fatture) che possono essere cartolarizzate. Non è un caso che il legislatore nazionale non fornisca una definizione di “originator” scegliendo, quindi, di non porre limitazioni soggettive alla possibilità di ricoprire questo ruolo. Anche il legislatore europeo si riferisce all’originator in maniera generica, senza restringere tale ruolo a determinate categorie di soggetti. Per il regolatore europeo, infatti, l’originator è il soggetto che: a) in prima persona o per il tramite di soggetti connessi, direttamente o indirettamente, ha partecipato al contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore o del potenziale debitore che originano le esposizioni cartolarizzate; o b) acquista le esposizioni di un terzo per proprio conto e successivamente le cartolarizza <sup>(27)</sup>.

La definizione europea consente anche di chiarire che affinché un soggetto possa essere considerato originator dell’operazione di cartolarizzazione non è necessario che lo stesso abbia “originato” i crediti ma è sufficiente che lo stesso abbia acquistato, in forza di un negozio giuridico idoneo, i crediti da un terzo e che decida di cartolarizzarli.

Da questa breve ricostruzione sulla natura dell’originator emerge chiaramente l’assenza, nelle norme, di requisiti soggettivi a cui è subordinata la possibilità di ricoprire questo ruolo.

Come detto, invece, ciò che limita in concreto la possibilità di assumere la qualifica di *originator* è la natura delle attività “generate” dal potenziale cedente, le quali devono poter formare oggetto di cartolarizzazione.

---

<sup>26</sup> È il caso, ad esempio, delle operazioni di cartolarizzazione realizzate in Italia nell’ambito della disciplina *speciale* per l’INPS di cui alla l. 23 dicembre 1998, n. 448

<sup>27</sup> Cfr. art. 2(2) del Regolamento Cartolarizzazioni.



La normativa – sia nazionale che europea – non pone espliciti limiti alle attività cartolarizzabili.

Il mercato si è, quindi, adeguato e dai crediti di natura finanziaria – che hanno costituito la prima area di elezione e di sperimentazione della cartolarizzazione <sup>(28)</sup> – è passato a cartolarizzare altri titoli (c.d. operazioni collateralizzate) <sup>(29)</sup> e i proventi derivanti da beni immobili e beni mobili registrati <sup>(30)</sup>.

In considerazione delle prassi di mercato e dell'assenza di limitazioni rinvenibili nelle disposizioni di riferimento sembrerebbe possibile cartolarizzare qualsiasi elemento dell'attivo e non solo i crediti <sup>(31)</sup>.

---

<sup>28</sup> Lo dimostra l'esperienza italiana che, per lungo tempo, ha previsto come unica possibile cartolarizzazione quella relativa a questa tipologia di crediti, cfr. art. 1, Legge 130 che definisce l'ambito di applicazione della stessa, precisando che si applica «alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri [...]». Peraltro, non si riscontrano limiti normativi nemmeno con riferimento alla “qualità” di questi crediti che possono essere in bonis o in sofferenza, presenti e futuri. Sul punto si veda anche D. GALLETTI, *Cartolarizzazione dei crediti*, in Enciclopedia del diritto, 2008, p. 206, il quale precisa che «il riferimento ai crediti pecuniari finisce per escludere eventuali rapporti di credito aventi ad oggetto un *facere* o un *dare*; non sembra peraltro che vi siano limitazioni ulteriori, cosicché potrà, ad esempio, trattarsi di crediti sottoposti alla disciplina di una legge diversa da quella italiana, verso la pubblica amministrazione, nonché di crediti futuri».

<sup>29</sup> Le cartolarizzazioni collateralizzate sono cartolarizzazioni in cui oggetto di cartolarizzazione sono titoli di debito ed altri strumenti finanziari. La Legge 130 è stata appositamente emendata per ammettere questo tipo di operazioni, cfr. l'art. 1, comma 1 bis, «realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie, [...]», sul punto v. L. MORELLO, R. TRIONTE, E. BRUGNOLI, *Le nuove disposizioni in materia di CDO*, in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it). Peraltro, alla possibilità di cartolarizzare ABS (cioè titoli già cartolarizzati) ha posto un limite il legislatore europeo che ha previsto – nell'articolo 9 del Regolamento Cartolarizzazioni – un generale divieto di ricartolarizzazione, derogabile solo in casi tassativi.

<sup>30</sup> Cfr. artt. 7, comma b-bis) e 7.2, Legge 130 in materia di cartolarizzazione di beni immobili e beni mobili registrati.

<sup>31</sup> Si tratta di una riflessione di D. GALLETTI, *Cartolarizzazione dei crediti*, in Enciclopedia del diritto, 2008, p. 206 in cui riferisce che «ragionando con *assets diversi dai crediti* [...] in astratto è possibile cartolarizzare “qualunque elemento dell'attivo”». In realtà sono suscettibili di essere cartolarizzati anche *asset* iscritti al passivo; si pensi ad esempio al trattamento di fine rapporto (TFR) che può essere cartolarizzato ai sensi del d.lgs. 19 giugno 1999, n. 299.



Questa conclusione si scontra, tuttavia, con elementi oggettivi – come ad esempio, il divieto previsto nell'ordinamento italiano, di realizzare una cartolarizzazione attraverso la sottoscrizione/acquisto di titoli rappresentativi del capitale sociale <sup>(32)</sup> – e di carattere pratico legati alle caratteristiche proprie delle operazioni di cartolarizzazione. Come, infatti, giustamente evidenziato dalla dottrina <sup>(33)</sup> potranno essere cartolarizzati solo quegli attivi capaci di generare flussi di cassa costanti in grado di ripagare (quota capitale ed interessi) i sottoscrittori dei titoli. Questo è, a ben vedere, sembrerebbe essere l'unico limite relativo alla natura degli *asset* cartolarizzabili. In questo senso, allora, si potrebbe assumere, in maniera conclusiva, che possa formare oggetto di un'operazione di cartolarizzazione qualsiasi attività finanziaria purché idonea a generare un flusso di cassa costante e pluriennale, salvo che l'ordinamento giuridico di riferimento non ne faccia divieto esplicito o implicito <sup>(34)</sup>.

#### 4. 2 L'SPV e la separatezza patrimoniale

Elemento essenziale e tipizzante della cartolarizzazione tradizionale è la società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV) <sup>(35)</sup>. Si tratta di una categoria nota ad ogni latitudine del panorama finanziario e che può essere utilizzata per un'ampia categoria di scopi.

Questa circostanza ne rende la definizione piuttosto complessa anche se, a ben vedere, i tratti caratterizzanti dell'SPV sono almeno due; da un lato, come suggerisce la denominazione, il fatto che essa venga

---

<sup>32</sup> Cfr. art. 1, comma 1 bis, l. 30 aprile 1999, n. 130.

<sup>33</sup> Cfr. L. CAROTA per cui «carattere peculiare di tali crediti dovrà essere, pertanto, l'idoneità a generare flussi di cassa costanti e pluriennali, dovendosi con essi provvedere al rimborso dei titoli emessi ed alla corresponsione degli interessi relativi», *La cartolarizzazione dei crediti, in I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) E. Gabrielli, R. Lener, Torino, Utet, 2010, p. 1514

<sup>34</sup> Cfr. L. CAROTA, op. cit.

<sup>35</sup> Si tratta dell'elemento c.d. tipizzante perché distingue la cartolarizzazione tradizionale dall'altra macrocategoria di cartolarizzazioni, cioè quelle sintetiche.



appositamente costituita per la realizzazione di uno scopo specifico e che questo scopo sia funzionale ai bisogni di un altro soggetto (il promotore dell'operazione), che rende in definitiva la SPV una società strumentale. Proprio lo scopo per cui sono state costituite consente poi di ricondurle ad un determinato contesto, così, in questo caso ad esempio, si parlerà di società veicolo per la cartolarizzazione.

Nel contesto di cui si parla, quindi, l'SPV svolge due funzioni: la prima, consiste nell'acquisto dall'originator del portafoglio oggetto di cartolarizzazione, realizzando così il processo di separazione patrimoniale di un determinato pool di attività finanziarie (*asset segregation*); la seconda, consiste nell'emissione dei titoli cartolarizzati i cui rendimenti dipendono dalle attività finanziarie sottostanti consentendo, quindi, la trasformazione di *asset* illiquidi in attività liquide e la raccolta dei fondi necessari per l'acquisizione delle attività stesse.

La costituzione dell'SPV è quindi funzionale alla creazione di un patrimonio separato <sup>(36)</sup> che, a sua volta, è possibile solo a fronte dell'acquisto a titolo definitivo dei crediti sottostanti (cessione *pro soluto*) da parte dell'SPV.

La separatezza patrimoniale ha, per così dire, efficacia interna ed esterna; la segregazione interna implica che la parte del patrimonio della SPV costituito dalle attività trasferite costituisce patrimonio separato rispetto a quello generale della SPV stessa, con la conseguenza che il primo non potrà essere utilizzato per soddisfare obbligazioni

---

<sup>36</sup> Cfr. M. MARANGONI, E. GALANTI, La disciplina italiana dei Covered Bond, in Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia. In cui si legge che « [...] nel caso delle cartolarizzazioni si può osservare come, proprio grazie alla cessione ad un soggetto autonomo e "dedicato", la separazione operi in modo compiuto; si sarebbe quasi tentati di dire perfetto se non si avesse timore di poter essere smentiti dalla realtà, dato che ipotesi di frode che operino sulla stessa cessione e sullo SPV, seppur obiettivamente assai difficili da perpetrare, potrebbero tuttavia essere non del tutto impossibili».



nascenti da operazioni poste in essere dalla stessa società veicolo. La segregazione esterna implica che una volta ceduti i crediti questi comporranno l'attivo patrimoniale della SPV e non potranno più essere aggrediti dai creditori dell'originator<sup>(37)</sup>.

La seconda funzione propria dell'SPV consiste nell'emissione degli ABS, cioè dei titoli cartolarizzati). Attraverso l'emissione, l'SPV ottiene la provvista per l'acquisto dei crediti dall'originator.

Da queste due funzioni peculiari della SPV ne discendono ulteriori tratti caratterizzanti. Innanzitutto, la SPV è una società che svolge un servizio strumentale rispetto all'operazione di cartolarizzazione e non persegue uno scopo imprenditoriale autonomo<sup>(38)</sup>. Inoltre, il veicolo possiede un

---

<sup>37</sup> Questa impostazione trova conferma anche nella Legge 130. Ai sensi dell'art. 3, l'SPV assume la denominazione di società per la cartolarizzazione dei crediti. L'art. 1 attribuisce all'SPV le funzioni tipiche sopra descritte, ossia quella di rendersi cessionario dei crediti (art. 1, comma 1, lett. a) ovvero sottoscrittore/acquirente delle obbligazioni o altri titoli (art. 1, comma 1 bis) oggetto di cartolarizzazione e, contestualmente, quella di soggetto emittente ABS (art. 1, comma 1, lett. b). I flussi garantiti dalle attività cartolarizzate (in sostanza, il patrimonio separato) sono destinate esclusivamente al soddisfacimento dei prenditori degli ABS e viene sancita la piena separazione patrimoniale della SPV, in deroga al principio generale sancito dall'art. 2740 c.c.: secondo cui il debitore è chiamato a rispondere delle obbligazioni assunte con tutti i suoi beni presenti e futuri (e, quindi, con l'intero patrimonio), salvo i casi di limitazioni ammesse dalla legge. L'impianto normativo della l. 130 realizza, quindi, una deroga al principio generale sancito dall'art. 2740 c.c.; cfr. A. GIANNELLI, op. cit., 2002, pp. 920 e ss.; C. SCARONI, Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti, in *Contratto e Impresa*, 2005, pp. 1075 e ss.).

<sup>38</sup> F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, op. cit., i quali dal carattere meramente strumentale ne fanno derivare la considerazione che l'SPV si presenta «*like a non-substantive shell entity*». Sul punto, peraltro, la dottrina italiana si è lungamente divisa. Secondo alcuni (cfr. A. GIANNELLI, op. cit) la SPV dovrebbe essere ricondotta tra le "società di servizi", trattandosi di un soggetto che organizza per il mercato servizi di *securitisation*, con la conseguenza che questa svolgerebbe una vera e propria attività d'impresa, qualificabile come successione di atti d'impresa. Secondo l'autore, la SPV rispetta anche i requisiti richiesti dall'art. 2082 c.c. per la qualifica di imprenditore. Quanto alla professionalità, da intendersi come non occasionalità dell'attività svolta, sarebbe evidente come per un'operazione complessa come quella di cartolarizzazione, gli atti a tal fine predisposti hanno frequenza, intensità e grado di difficoltà tali che non possono dirsi compiuti in modo transitorio ed occasionale, nemmeno se posti in essere per una sola operazione che esaurisca l'oggetto della SPV. Anche il requisito dell'economicità sarebbe soddisfatto: lo scopo dell'operazione è, infatti, quello di realizzare operazioni di cartolarizzazione in modo di ricavare un utile o quantomeno coprire i costi con i ricavi. Secondo altri, (cfr. M. SEPE La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte, in *Riv. critica del dir. priv.*, 2004)



oggetto sociale esclusivo con la conseguenza che lo stesso non potrà realizzare operazioni non riconducibili alla cartolarizzazione<sup>(39)</sup>. Infine dalla separazione patrimoniale, deriva il carattere dell'esigibilità limitata dei diritti derivanti dagli ABS, poiché l'SPV risponderà nei confronti dei sottoscrittori delle note solo nei limiti del patrimonio separato, o meglio, del flusso finanziario generato dai sottostanti<sup>(40)</sup>. Questi evidenziati possono quindi essere considerati i tratti caratterizzanti dell'SPV non rilevando, invece, altri fattori che potrebbero connotare il veicolo.

---

mancherebbe l'assunzione del rischio d'impresa da parte degli azionisti della SPV. Infatti, considerando la funzione economica della SPV e il regime di separazione patrimoniale del portafoglio di crediti contestualmente ceduto, il diritto proprietario, inteso come diritto al controllo dell'impresa, congiunto al diritto di appropriarsi del plusvalore dell'azienda (tradizionalmente attribuito in via residuale agli azionisti), viene attribuito ai sottoscrittori dei titoli. In un'operazione di cartolarizzazione, gli azionisti non assumono alcun rischio se non quello marginale della mancata restituzione del conferimento. Si veda anche G. RUMI, *Securitisation in Italia*. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, op. cit. secondo cui «*ciò che invece differenzia la società di cartolarizzazione italiana dai modelli stranieri risiede nel fatto che il legislatore, pur avendone limitato l'oggetto sociale all'espletamento di una o più cartolarizzazioni, l'ha caratterizzata come vero e proprio soggetto imprenditoriale dotato di personalità giuridica. Nè la società di cartolarizzazione può essere qualificata come *societas unius negotii*, in quanto difetta di uno scopo lucrativo autonomo, seppur limitato. Essa appare, invece, una vera e propria società commerciale il cui scopo di lucro va ricercato nell'ambito del gruppo di appartenenza, coerentemente con l'attuale assetto normativo italiano, e con la disciplina del Gruppo Bancario previsto dal t.u.b. e, ai fini della vigilanza, dal Gruppo di Intermediazione Finanziaria previsto dal t.u.f.*».

<sup>39</sup> Si tratta di una previsione tesa a limitare il rischio di insolvenza del veicolo. La Legge 130 ammette che la singola SPV possa essere utilizzata per realizzare «una o più operazioni di cartolarizzazione» (SPV multi-comparto).

<sup>40</sup> Sul punto è sorto un problema nel contesto italiano considerato il silenzio della Legge 130. In particolare, la dottrina si è domandata, se sia possibile o meno per i sottoscrittori dei titoli potersi soddisfare, eventualmente, anche sul residuo patrimonio dell'SPV. La questione impatta inevitabilmente anche sulla natura dei titoli emessi che nel contesto internazionale assumono la veste di titoli c.d. *limited recourse* (ad esigibilità limitata). Secondo un'interpretazione sistematica – che riflette, appunto, l'esigenza di mantenersi coerenti con tale schema internazionale – una simile possibilità andrebbe esclusa, circoscrivendo il patrimonio aggredibile dai portatori dei titoli ai soli ed esclusivi *asset* cartolarizzati e le somme da essi rivenienti (v. L. CAROTA, op. cit., p. 1529-1531). Contra: G. GUERRIERI, op. cit., e sulla scorta di un'interpretazione letterale A. GIANNELLI, op. cit., pag. 920 e ss., il quale, inoltre, evidenzia che il carattere *limited recourse* dei titoli emessi deriverebbe, come da prassi contrattuale, dalla previsione di specifiche clausole e che, quindi, «*non è caratteristica imprescindibile e naturale dei titoli ABS*» emessi ai sensi della l. 130.



Tra i fattori irrilevanti vi è, ad esempio, la forma giuridica assunta dall'SPV. Nonostante il legislatore italiano preveda che il veicolo debba assumere la forma di società di capitali, questa non impatta evidentemente sul successo dell'operazione; non è un caso, infatti, che il legislatore comunitario sia elastico sul tema non richiedendo nessuna particolare forma e puntando, ancora una volta, sul fine e non sul mezzo. Per il regolatore europeo ciò che conta è che il veicolo – indipendentemente dalla sua forma giuridica – sia in grado di assicurare la separatezza degli *asset* ceduti.

Ugualmente, risulta non rilevante il tema della dotazione patrimoniale; considerata l'assenza di uno scopo autonomo, dell'attività imprenditoriale e la natura degli ABS (quali titoli ad esigibilità limitata) sembra superfluo il tema di un capitale sociale minimo. Questo spiega perché il legislatore comunitario non ne faccia alcuna menzione e perché, di norma, agli SPV non è imposto un particolare rapporto di adeguatezza fra l'ammontare dell'operazione eseguita e i mezzi patrimoniali propri (*thin capitalization*)<sup>41</sup>.

Irrilevante in quest'ottica anche il tema degli assetti proprietari, considerata la segregazione patrimoniale, infatti, non sono previsti neppure requisiti tesi ad assicurare l'indipendenza dall'originator (ben potendo essere controllato dallo stesso). Infine, come detto, non è neppure escluso che uno stesso SPV possa realizzare più operazioni assumendo una struttura multi-comparto (opzione questa riconosciuta sia dal legislatore italiano che europeo).

Tutti questi elementi sono riflettuti nella definizione di SPV contenuta nell'art. 2 (3) del Regolamento Cartolarizzazioni in base al quale l'SPV

---

<sup>41</sup> In linea con l'esperienza internazionale, anche nell'ordinamento italiano manca qualsiasi riferimento all'adeguatezza del capitale sociale in rapporto con il valore delle operazioni, con ciò ammettendo la costituzione di uno s.p.v. con il capitale sociale minimo richiesto dal modello selezionato.



è «una società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente».

L'SPV è quindi un soggetto funzionale alla segregazione del patrimonio dell'originator (attraverso la separazione patrimoniale), costituito al (solo) scopo di effettuare un'operazione di cartolarizzazione (oggetto esclusivo) e al quale non è richiesto di possedere una forma giuridica specifica (al punto da risultare persino eccessivamente sfumata: «... o un altro soggetto»).

#### **4.3 Natura dei titoli cartolarizzati**

Dopo aver trattato della SPV, sembra naturale passare alla descrizione degli strumenti finanziari dalla stessa emessi, vale a dire gli *asset backed securities* (ABS).

Esattamente come per il tema della definizione di “*securitisation*”, classificare questi titoli non è facile considerata la varietà di operazioni osservabili nella prassi nonché l'assenza di un dato normativo che consenta la categorizzazione di questi titoli. Il legislatore nazionale, infatti, si limita a ricondurre i titoli emessi nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione nella categoria – ampissima – degli strumenti finanziari <sup>(42)</sup>. Sul punto, il regolatore europeo è ancora più vago, non

---

<sup>42</sup> Cfr. art. 2, comma 1, della Legge 130 in base al quale «i titoli di cui all'articolo 1 (quelli emessi dalla SPV, ndr) sono strumenti finanziari e agli stessi si applicano le disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n 58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria» e Reg. Borsa Italiana per il quale «per *asset backed securities* (ABS) si intendono quegli strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione [...]» (Tit. 2.2., Capo 9, art. 2.2.30). La letteratura in materia è già abbastanza consistente. Si vedano, tra gli altri: ANDREOLI, Lo smobilizzo di un portafoglio di crediti presenti e futuri quale mezzo di autofinanziamento delle imprese italiane sul mercato dei capitali (prime note in merito all'operazione di “*securitisation*”), in *Quadrimestre*, 1993, I, p. 47 ss.; ARTALE,



provvedendo affatto a definire la nozione di ABS sulla quale, quindi, per lungo tempo la dottrina ha dibattuto e si è divisa<sup>(43)</sup>. In particolare, quest'ultimo non richiama neppure il concetto di strumento finanziario, limitandosi a definirli come “titoli negoziabili” (considerando n. 1 del Regolamento Cartolarizzazioni); l'obiettivo è, evidentemente, quello di rimettere all'autonomia negoziale la scelta della natura attribuibile agli ABS, evitando di costringere il mercato entro schemi prestabiliti e confermando che «[...] In tema di cartolarizzazione tutto è possibile:

---

PAMPANA e RAIOLA, Guida alla *securitisation*, 2000; FERRO-LUZZI, Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti, in *Impresa*, 1998, p. 2824 ss.; FIORE, GRIMALDI e PRANDINA, Le operazioni di *securitisation*, 1999; FRIGNANI, La *securitisation* come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo), in *Foro.it*, 1995, V, p. 299 ss.; LA TORRE, La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana, in *Bancaria*, 2000, II, p. 44 ss.; LEO e DE NOVA, La *securitisation* in Italia, in *Contratti*, 1999, p. 711 ss.; MODULO e ZACCAGNINI, Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione di crediti, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000, p. 73 ss.; PARDOLESI (a cura di), La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commento alla legge 30 aprile 1999, n. 130, 1999; RUCCELLAI, Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 643 ss.; ID., La legge sulla cartolarizzazione dei crediti, *ivi*, 1999, I, p. 411 ss.; G. RUMI, La *securitisation*, 2001; S. VITALE., Il regime giuridico delle operazioni internazionali di “*securitisation*”, 1999.

<sup>43</sup> Sul punto la dottrina italiana sembra aver raggiunto uniformità di vedute nel negare alle ABS la natura di titoli obbligazionari per tre ragioni: a) il carattere dell'esigibilità limitata (*limited recourse*) delle ABS sarebbe incompatibile con la fattispecie obbligazionaria che, invece, presupporrebbe che l'emittente risponda delle obbligazioni emesse con l'intero patrimonio; b) la non applicabilità per espressa previsione di legge delle norme in materia di obbligazioni societarie (art. 5, comma 2, l. 30 aprile 1999, n. 130); c) l'equiparazione sul piano del trattamento fiscale delle ABS alle obbligazioni; previsione che – con argomento a contrario – non sarebbe stata necessaria qualora il Legislatore le considerasse tali (art. 6, comma 1, l. 30 aprile 1999, n. 130) (v. G. RUMI, *op. cit.*, pp. 438 e ss.; D. GALLETI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, 2002, p. 115; P. MESSINA, *op. cit.*, p. 30). Nel senso, invece, di ricondurre ed assimilare le ABS ai titoli obbligazionari, v. A. GIANNELLI, *op. cit.*, pp. 949 e ss. La tesi dell'A. GIANNELLI poggia, fra l'altro, sul rilievo che il carattere *limited recourse* di tali titoli non sarebbe essenziale (né tantomeno un connotato ontologico), avendo, invece, origine contrattuale. In questo senso, infatti, l'autore sostiene che la segregazione patrimoniale opererebbe in via unilaterale, ovvero impendendo ai creditori terzi (rispetto a quelli coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione) della SPV di poter aggredire il patrimonio separato, ma non determinerebbe ab origine la possibilità per i portatori dei titoli di poter aggredire il “restante” patrimonio della SPV.



*non c'è nessuna preclusione, in astratto, nemmeno all'emissione di vere e proprie azioni»* (44).

Peraltro, vale la pena rilevare come in ambito internazionale il termine ABS non venga associato solo alla materia cartolarizzazioni ma venga utilizzato, in maniera generica, per indicare tutti i titoli avente un sottostante; ciò genera, chiaramente, ulteriore entropia sulla natura di questi strumenti.

L'assenza di una definizione normativa, tuttavia, non esclude la possibilità di individuare gli elementi caratterizzanti degli ABS che, in virtù di quanto fin qui indicato, possono essere individuati: (i) nella negoziabilità; (ii) nell'esigibilità limitata e (iii) nella natura derivata del relativo valore.

Se come si è detto uno degli scopi della cartolarizzazione è trasformare *asset* illiquidi in *asset* liquidi, allora ben si comprende come il primo punto (i.e. la negoziabilità) debba essere considerato un tratto imprescindibile degli ABS poiché realizza una funzione tipica della *securitisation*. Ne consegue, quindi, che non potrebbe essere considerata cartolarizzazione l'operazione che genera prodotti finanziari non trasferibili.

La seconda caratteristica consiste nel fatto che gli investitori possono fare affidamento solo sui flussi di cassa generati dal portafoglio cartolarizzato e non sul patrimonio dell'emittente (45). E infine, il terzo

---

<sup>44</sup> E. GIRINO, «*Asset backed securities*», quando i crediti cartolari si quotano in Borsa, in *Amministrazione e Finanza*, 2000, p. 46. Questo concetto trova peraltro conferma Rappresenta un esempio, come ricorda G. RUMI, op. cit., nt. 122, la Circolare ABI n. 33 del 9 agosto 1999, nella quale l'Associazione invitava il Legislatore italiano a tenere in considerazione come una definizione della natura dei titoli oggetto di emissione sarebbe stata limitativa, a fronte di un panorama internazionale che conosce strutture molto diverse fra loro

<sup>45</sup> Cfr. C. RUCCELLAI, op. cit., p. 114 e s. «*l'espressione "limited recourse obligations", OBBLIGAZIONI a esigibilità limitata, sta appunto ad indicare che né il soggetto emittente, né a più forte ragione altri soggetti, rispondono per il buon fine dei titoli emessi se non nei limiti del portafoglio separato dei "receivables", rafforzato con meccanismi di "credit enhancing"*». Tale carattere «non è, a ben guardare, che il



tratto connotante è strettamente connesso al secondo, poiché il valore dell'ABS deriva dall'andamento del sottostante <sup>(46)</sup> (caratteristica questa che li avvicina agli strumenti finanziari derivati).

#### **4. 4Gli altri soggetti della cartolarizzazione tradizionale**

I soggetti descritti nei paragrafi precedenti non esauriscono l'elenco degli attori impegnati nella cartolarizzazione; tra i principali c'è infatti il *servicer* – di cui si parlerà ampiamente nel seguente capitolo II – nonché altri interpreti minori che nell'ambito dell'operazione assumono un ruolo preciso, seppur circoscritto, di cui si offre una breve descrizione in questo paragrafo.

Si tratta, di figure la cui presenza non è indispensabile nell'operazione di cartolarizzazione e che potrebbero essere, quindi, anche completamente assenti nell'operazione senza che ciò determini l'impossibilità di realizzarla. In buon sostanza si può dire che nell'ambito dell'operazione i primi (originator, SPV, investitori e *servicer*) rappresentano soggetti indefettibili (o primari) ai fini della realizzazione della stessa, mentre i secondi sono meramente eventuali (sebbene quasi sempre presenti). Non è un caso, che i soggetti di cui si parlerà sono contemplati e disciplinati solo dal legislatore europeo – avvezzo ad operazioni più complesse – mentre quello nazionale, li trascuri completamente, confermando – anche in questo caso – la scelta di disciplinare l'operazione solo nei suoi tratti essenziali rimettendo all'autonomia privata tutte le altre scelte.

Tanto premesso, il primo di questi interpreti minori è il c.d. prestatore originario (*original lender* secondo la definizione del Regolamento

---

*rovescio della medaglia della caratteristica di separatezza, di segregazione del patrimonio posto a garanzia delle obbligazioni stesse».*

<sup>46</sup> F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, op. cit., «*These securities differ from a usual capital market instrument which is an exposure to the issuer's business. An asset-backed security is simply an exposure to a pool of specified assets. [...] investors in the asset-backed securities are exposed to the risks of the asset pool not the risks of the originator company's business*».



Cartolarizzazioni) di cui si è accennato quando si è parlato di *originator*. Si tratta, infatti, del soggetto che ha originato i crediti da cartolarizzare e che sono stati acquistati successivamente dall'*originator* al fine di cartolarizzarli. Il prestatore originario è un ente, di norma non-finanziario (e.g. un'impresa manifatturiera), che in ragione della sua operatività “crea” tali attività e che, come detto, cede in una fase successiva i crediti ad una banca (*originator*) che realizza l'operazione di cartolarizzazione tradizionale a sua volta cedendoli ad un SPV. Questa distinzione tra *original lender* e *originator* è ben presente nel Regolamento Cartolarizzazioni che definisce “prestatore originario” il soggetto che, direttamente o indirettamente (per il tramite di soggetti connessi) «ha concluso il contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore» e dalle quali hanno avuto origine le esposizioni cartolarizzate (art. 2, n. 20).

Il secondo soggetto che può essere presente nella cartolarizzazione tradizionale è l'*arranger* (normalmente una banca d'affari), che svolge un'attività di consulenza finalizzata alla decisione circa la possibilità o meno (anche in termini di convenienza) di procedere con la cartolarizzazione, definendo, in caso positivo, la struttura dell'operazione (selezione del portafoglio, il *tranching* dei titoli, il prezzo, le garanzie etc.).

Un altro soggetto presente in alcune operazioni è l'*issuer*, cioè quello che emette i titoli al posto dell'SPV che, in questi casi quindi, si vedrà sottratta una delle sue funzioni tipiche, ovvero quella di ente emittente di ABS.

Un ruolo importante nel contesto delle operazioni – soprattutto quelle assistite da garanzia pubblica e sulle quali si tornerà – è svolto dalle agenzie di *rating* chiamate a valutare gli ABS, attribuendo loro, un



*investment grade*, dipendente dalla natura e dalla qualità del portafoglio sottostante nonché dalla presenza di eventuali garanzie.

Ancora, nella fase di collocamento delle ABS, si potrebbe aggiungere – come normalmente si “aggiunge” – il c.d. l'*underwriter*, ovvero l'intermediario finanziario che svolge servizi di collocamento e sottoscrive tutte le ABS, per poi occuparsi del collocamento presso il pubblico risparmio.

Nella fase finale dell'operazione, invece, si può aggiungere la figura del *liquidity provider*, ovvero il soggetto che offre liquidità all'SPV nell'ottica favorire «il rispetto delle scadenze nel pagamento dei flussi di cassa destinati agli investitori» (art. 2, n. 14, Regolamento Cartolarizzazioni). Infine, una novità fra i soggetti c.d. secondari, frutto delle scelte regolamentari compiute dal Legislatore europeo, è il «repertorio di dati sulle cartolarizzazioni», «la persona giuridica che raccoglie e conserva in modo centralizzato le documentazioni sulle cartolarizzazioni» (art. 2, n. 23, Regolamento cartolarizzazioni).

### **5. Come funziona la cartolarizzazione tradizionale**

Fino a questo momento, della cartolarizzazione è stato descritto il fine ed i soggetti coinvolti senza fornire alcuna indicazione sulla prospettiva dinamica della stessa, vale a dire sulle modalità con cui questa è realizzata, sui passaggi di cui si compone.

Le fasi in cui si sviluppa un'operazione di cartolarizzazione sono essenzialmente le seguenti: a) analisi della fattibilità dell'operazione e selezione del portafoglio da cartolarizzare; b) cessione degli attivi all'SPV; c) *credit enhancement* e valutazione del merito di credito (*rating*); d) emissione e collocamento degli ABS.



## **5.1 Fase a): analisi della fattibilità dell'operazione e selezione del portafoglio da cartolarizzare**

La prima fase consiste nella scelta del portafoglio da cartolarizzare, vale a dire degli *asset* da trasferire all'SPV, attraverso un'analisi dei costi benefici. Come detto, di norma *l'originator* si avvale, in questi casi, di un soggetto *specializzato l'arranger* che si occupa di strutturare l'intera operazione (valutando ad esempio l'opportunità di utilizzare lo schema tradizionale o sintetico) individuando il blocco di attività oggetto dell'operazione (c.d. *freezing* del portafoglio), la divisione in segmenti dei titoli emessi (c.d. divisione in *tranches*), il prezzo di cessione, etc.<sup>(47)</sup>.

La prima fase rappresenta quella più delicata della cartolarizzazione poiché è proprio in questo momento che poteva realizzarsi quel fenomeno denominato “selezione avversa”, additato da molti come una delle cause della grande crisi del 2007-08. Si tratta di quel comportamento in base al quale *l'originator* – sfruttando il vantaggio di conoscere la qualità del portafoglio – selezionava gli *asset* da cedere alla SPV sulla base della relativa redditività, trattenendo quindi quelli con maggiori prospettive di recupero e cedendo gli altri.

Questo comportamento è oggi scongiurato dalle nuove previsioni dell'art. 9 del Regolamento Cartolarizzazioni che stabilisce l'obbligo di adottare nella cartolarizzazione gli stessi criteri di valutazione del merito di credito adottati in fase di concessione del finanziamento. Obiettivo della norma è quello di evitare che esposizioni di bassa qualità siano “create” al solo fine di essere cedute e cartolarizzate. Stessa finalità possiede anche l'art. 6 (2) dello stesso regolamento che vieta

---

<sup>47</sup> Sottolinea l'importanza di questo momento P. MESSINA, op. cit., pp. 35-37, segnalando che in questa fase si presenta il primo contratto “tipico” delle operazioni di cartolarizzazione, ovvero quello intercorrente fra *originator* e *arranger* riconducibile ad un contratto di mandato nel quale sono fissati gli elementi essenziali dell'operazione e in particolare i costi.



all'originator, nella fase di selezione del portafoglio da cartolarizzare, di trasferire quelle che avranno una *performance* peggiore (misurata sull'intera durata dell'operazione ovvero nell'arco temporale di quattro anni, se l'operazione ha una durata superiore). Anche in questo caso, il divieto opera nella fase di strutturazione dell'operazione e intende evitare che l'originator possa trasferire attività con il profilo di rischio superiore rispetto a quelle altre detenute, supportando anch'esso l'obiettivo generale di elevare la qualità degli attivi.

In questa prima fase, peraltro, sono impegnate anche le società di rating che vengono coinvolte dall'originator per rilasciare un preliminare giudizio – che non viene pubblicato – sulla qualità del portafoglio.

### **5. 2 Fase b): cessione degli attivi all'SPV**

Svolta la fase di individuazione del portafoglio e di strutturazione dell'operazione si passa alla seconda attività che consiste nella cessione dello stesso portafoglio all'SPV. Nella cartolarizzazione tradizionale – a differenza di quella sintetica – viene effettuata una vendita effettiva dei beni (c.d. *true sale*) da parte dell'originator all'SPV; questa attività, in particolare, si realizza, in base al Regolamento Cartolarizzazioni, ogni qualvolta l'SPV acquisisce le esposizioni sottostanti «*tramite vendita o cessione effettiva o trasferimento avente gli stessi effetti giuridici in una maniera opponibile al venditore o a qualsiasi terzo*» (considerando n. 22 e art. 20, par. 1).

In questo modo, l'SPV diventa l'effettivo titolare delle posizioni cedute e potrà esercitare sulle stesse tutti i diritti rivenienti dal diritto di proprietà; potrà cederle, trasferirle o concedere garanzie sulle stesse senza il consenso *dell'originator*. Anche sulla modalità di cessione esistono varie tecniche; questa potrà, infatti, avvenire in un'unica



soluzione ovvero in più soluzioni, attraverso il meccanismo della rotazione (c.d. cartolarizzazioni rotative) <sup>(48)</sup>.

È in questa fase che si realizza la segregazione degli attivi e avviene la creazione del patrimonio separato in seno all'SPV; da questo momento i creditori dell'originator non potranno vantare alcun diritto sul portafoglio di crediti ceduti; ugualmente gli investitori dei titoli cartolarizzati non potranno esigere alcunché dall'originator in caso di insolvenza dell'SPV e in generale nel caso in cui i sottostanti non siano in grado di generare flussi di cassa sufficienti per il pagamento degli investitori.

Si tratta di una fase molto delicata poiché rimessa alla completa autonomia delle parti che può scaturire, a volte, nella creazione di strutture contrattuali complesse non capaci, in concreto, di realizzare l'effettivo trasferimento degli *asset* e del rischio <sup>(49)</sup>.

In ogni caso, la cessione dei crediti avviene attraverso un contratto di compravendita o di cessione di crediti (a seconda del tipo di sottostante) che, a sua volta, è disciplinato dalla legge applicabile ai rapporti sottostanti oggetto di cessione. Ciò richiede una certa attenzione all'impianto civilistico dell'ordinamento di riferimento, per evitare che l'operazione venga successivamente riqualificata come un'operazione di finanziamento, priva del carattere della separazione patrimoniale.

Nonostante, come detto, la struttura contrattuale relativa alla cessione sia completamente rimessa all'autonomia privata, possono essere rintracciate nella prassi delle clausole ricorrenti; si tratta, ad esempio,

---

<sup>48</sup> Le cartolarizzazioni rotative consistono nella sottrazione e contestuale aggiunta di esposizioni dal portafoglio di riferimento. Cfr. art. 2 n. 15 del Regolamento Cartolarizzazioni.

<sup>49</sup> Ciò avviene ad esempio quando vengono inserite clausole che determinano un c.d. supporto implicito, vale a dire clausole con cui gli originator, al fine di garantire una migliore appetibilità dei titoli, finiscono per impegnarsi con gli investitori "fuori" dalla sede di negoziazione propria, attraverso «*non-contractual performance guarantees*».



delle c.d. clausole di “ricorso limitato” in base alle quali ogni pagamento dovuto dalla SPV costituisce un’obbligazione ad esigibilità limitata: sarà esigibile nei limiti del minore tra l’importo nominale del relativo credito e la somma eventualmente disponibile alla SPV per il soddisfacimento della stessa nel rispetto dell’ordine di priorità dei pagamenti. Diffusa è anche la c.d. clausola “non petition”, con la quale l’originator si obbliga a non fare istanza di fallimento della SPV fino a quando i titoli emessi siano stati integralmente rimborsati o cancellati.

### **5.3 Fase c): *credit enhancement* e valutazione del merito di credito (*rating*)**

Si tratta del momento in cui deve essere stimato il grado di rischiosità dell’operazione e quindi dell’ABS nonché il relativo rendimento. Tutto ciò contribuisce, infatti, a determinare l’appetibilità del titolo per gli investitori e per il mercato.

L’obiettivo dell’originator, in questa fase, è quindi quello di migliorare la percezione dell’ABS tra gli investitori esaltando la qualità del portafoglio anche cercando di abbassare il livello di rischio complessivamente associato alla cartolarizzazione.

Nella prassi, quest’attività di valorizzazione del portafoglio viene definita genericamente “*credit enhancement*” e molteplici sono le forme tecniche con cui questo risultato può essere raggiunto. In generale, possono essere ricondotte a due macro-categorie: il c.d. *internal credit enhancement*, quando questo viene fornito da un soggetto che partecipa all’operazione (di norma *l’originator*), e *l’external credit enhancement* quando viene messo a disposizione da soggetti terzi.



Anche in questo caso, sia il legislatore nazionale che quello europeo<sup>50</sup> mancano di disciplinare le tecniche di *credit enhancement*, confermando la scelta di rimettere all'autonomia contrattuale – e alla disciplina civilista di riferimento - l'interazione fra tali garanzie e l'operazione di cartolarizzazione. Nonostante, l'assenza di indicazioni, tuttavia, nel mercato si sono affermate forme tecniche di *credit enhancement* ricorrenti e tipiche.

In particolare tra le forme del primo tipo (quelle interne), vi sono: (i) il *cash reserve*; (ii) *l'excess spread*; (iii) *l'overcollateralization* e (iv) il *tranching*.

Il *cash reserve* consiste, evidentemente, nella costituzione di una semplice riserva di cassa posta *dall'originator* a disposizione dell'SPV per coprire le prime perdite della cartolarizzazione.

*L'excess spread*, invece, rappresenta il valore degli interessi prodotti dal portafoglio di *asset* cartolarizzati al netto delle spese sostenute per l'operazione. Questo valore può essere utilizzato per coprire perdite che

---

<sup>50</sup> Il legislatore comunitario, in particolare, prevede nel Regolamento Cartolarizzazioni generici richiami ad alcune forme di *credit enhancement* come *l'excess spread*, limitandosi a dire che lo stesso è compatibile con la struttura della cartolarizzazione. Peraltro fino a marzo 2021 questo strumento era ammesso solo nelle cartolarizzazioni tradizionali. Nell'ambito del c.d. Quick fix cartolarizzazioni (Regolamenti (UE) 557 e 558 del 31 marzo 2021) il legislatore ha ammesso *l'excess spread* anche nelle cartolarizzazioni sintetiche. Con riferimento al legislatore nazionale, la Legge 130 l'unico (indiretto) riferimento è contenuto nell'art. 2, comma 3, lett. f), dal quale si evince che il prospetto informativo deve contenere «l'indicazione delle eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione». Criticamente sul punto, G. RUMI, op. cit.; il quale sottolinea che «Il legislatore [italiano] non ha ritenuto opportuno dilungarsi sulla natura e l'ampiezza delle garanzie accessorie. Allo stesso modo, non ha ricompreso i crediti degli external credit enhancers tra i debiti da soddisfare in via esclusiva da parte della società cessionaria attraverso le somme corrisposte dai debitori ceduti [...]». In questo modo, prosegue l'autore «Il giudizio espresso dalle società di rating sembra assurgere ad importanza fondamentale all'interno del modello italiano di cartolarizzazione fornito dalla legge n. 130 proprio per l'assenza di disposizioni regolanti la prestazione di garanzie». Giudizio che assume oggi una particolare rilevanza se si pensa che il legislatore europeo nel rivedere la disciplina sulle cartolarizzazioni ha inteso svincolare la valutazione delle operazioni dal giudizio delle agenzie di *rating*.



si verifichino durante la vita dell'operazione o per effettuare un accantonamento a fronte di possibili perdite future.

L'*overcollateralization*, è la tecnica con cui l'originator cede all'SPV un pool di attività il cui valore nominale è superiore a quello degli ABS emessi, anche in questo caso la differenza viene utilizzata per coprire le prime perdite.

L'ultima forma di *internal credit enhancement* è costituita dalla forma di garanzia che più di tutte connota la cartolarizzazione e che ne costituisce, probabilmente, il tratto più tipizzate, vale a dire la segmentazione degli ABS. Con questa tecnica, gli ABS vengono suddivisi in diverse classi di rischio con la conseguenza che i flussi di cassa generati dal sottostante verranno distribuiti non in maniera proporzionale (*pro-quota*) e contestualmente (*pari-passu*) tra tutti i titoli, bensì in base ad un ordine di priorità di pagamenti. Ciò consente di distinguere, nell'ambito della medesima operazione, tra titoli dotati di diversa *seniority* ossia più rischiosi e meno rischiosi perché soggetti ad un differente grado di postergazione delle perdite. Avendo ciascuna classe di titoli (*tranche*) un diverso grado di rischio avranno anche un diverso *rating*.

Il Regolamento Cartolarizzazioni (art. 2, n. 6) definisce il «*“segmento” (tranche): una frazione contrattualmente definita del rischio di credito associato a un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni, in cui ad una posizione detenuta nella frazione è associato un rischio di perdita del credito maggiore o minore rispetto ad una posizione dello stesso importo detenuta in un'altra frazione, a prescindere dalle protezioni di credito fornite da terzi direttamente ai detentori delle posizioni nella frazione o in altre frazioni*».

In normativa si distinguono tre classi di note a cui corrispondono altrettante classi di rischio; si tratta della *senior*, della *mezzanine* e della *junior*. I flussi di cassa che derivano dal sottostante della



cartolarizzazione vengono, quindi, distribuiti (sia con riferimento alla quota interessi che quella capitale) in base ad un ordine – detto cascata dei pagamenti (*payments waterfall*) – che vede al primo posto la *senior*, poi la *mezzanine* e, infine, la *junior*.

Per quanto riguarda, invece, le garanzie esterne (i.e. quelle in cui la garanzia viene rilasciata da soggetti terzi rispetto alla cartolarizzazione); una prima forma è costituita dall'intervento di un'assicurazione (*insurance monoline*) che si impegna in modo incondizionato e irrevocabile a corrispondere gli interessi e capitale investito in linea con il piano di pagamenti nel caso in cui i sottostanti non siano in grado di generare flussi di cassa sufficienti. Altra tecnica è quella delle lettere di credito rilasciate da soggetti abilitati all'attività di concessione di finanziamenti con cui questi si impegnano a rimborsare le perdite sino ad un massimo predeterminato.

Le tecniche qui descritte non esauriscono di certo le forme di *credit enhancement* che possono essere utilizzate nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione; in ogni caso queste, e quelle di cui non si è parlato, hanno tutte il medesimo scopo, cioè quello di mitigare il rischio di credito ovvero di default del portafoglio sottostante.

Strettamente connesso al tema del *credit enhancement* è poi quello della valutazione del merito creditizio del portafoglio oggetto di cartolarizzazione e delle singole *tranche* emesse. Questa attività è, infatti, essenziale per collocare le note tra gli investitori e soprattutto per definire il prezzo di questi titoli <sup>(51)</sup>; ciò è dimostrato dal fatto che

---

<sup>51</sup> Cfr. B. CASU, A. SARKISYAN, op. cit., secondo i quali «*The nature and the amount of credit enhancements required to obtain the credit ratings sought for ABSs are determined by the rating agency and depend on characteristics and quality of underlying assets, but (importantly) not of the originator*».



anche quando il legislatore non lo richieda, l'intervento di una società di *rating* risulta di fatto imposto dal mercato (<sup>52</sup>).

Ai fini dell'attribuzione del *rating*, l'agenzia esamina numerosi fattori, quali il rischio del mancato pagamento degli interessi alle date prefissate, del mancato rimborso di quanto prestato alla dovuta scadenza, e più in generale, la stabilità dell'operazione complessiva, operata in base ad una valutazione qualitativa e quantitativa dei dati relativi al portafoglio, dell'andamento dell'impresa negli anni precedenti la cessione, dei rischi strutturali dell'operazione alla luce delle garanzie di supporto offerte.

Peraltro, le società di *rating* effettuano anche un monitoraggio globale diretto a riscontrare la corrispondenza delle *performances* dei portafogli cartolarizzati con le aspettative formulate al momento dell'assegnazione del *rating*, il quale, di conseguenza, può essere sottoposto a revisione.

#### **5. 4 Fase d): emissione e collocamento degli ABS**

Una volta attribuito un *rating* agli ABS queste devono essere collocate nel mercato. Si tratta di una fase cruciale per il successo dell'operazione poiché è proprio in questo momento che l'SPV raccoglie fra gli investitori le risorse finanziarie necessarie da destinare *all'originator* a titolo di corrispettivo per il trasferimento del portafoglio.

In questo momento si realizza la trasformazione degli attivi illiquidi in strumenti finanziari negoziabili che, come detto tante volte, rappresenta il tratto caratteristico dell'operazione di cartolarizzazione. Sempre in questa fase si coglie, inoltre, la peculiarità dell'investimento in ABS

---

<sup>52</sup> Si riscontra in questa materia un'ulteriore differenza tra il legislatore nazionale e europeo, laddove per il primo è obbligatorio l'intervento dell'agenzia di *rating*. Cfr. L'art. 2, comma 4, Legge 130 dispone che per il caso in cui «*i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi*».



piuttosto che in altri strumenti finanziari. In questo caso, gli investitori non valutano l'affidabilità e il merito di credito dell'emittente – che peraltro è una scatola vuota (i.e. la SPV) – bensì la qualità del portafoglio cartolarizzato, che costituisce la fonte del rendimento degli investitori, nonché il complesso dei rapporti contrattuali, posti a presidio dell'operazione di cartolarizzazione<sup>(53)</sup>.

In realtà, anche questa fase non è “improvvisata”; l'originator, infatti, già nella fase di strutturazione dell'operazione provvedere a sondare l'interesse di eventuali investitori prima di procedere, in concreto, alla realizzazione della cartolarizzazione.

Le modalità di svolgimento di questa fase sono, in ogni caso, diverse a seconda della tipologia di collocamento, che può essere pubblico o privato. A sua volta, la scelta dell'una o dell'altra modalità dipendono fortemente da fattori di tipo operativo (ammontare dell'emissione), tecnico (qualità degli attivi cartolarizzati) e di mercato (coinvolgimento di investitori istituzionali o *retail*<sup>(54)</sup>).

Alla chiusura di questa fase, corrisponde l'inizio dell'ultima consistente nella gestione del portafoglio cartolarizzato, ovvero nell'attività di *servicing* (i.e. la riscossione delle somme, la gestione dei servizi di cassa e nel pagamento a favore degli investitori in ABS) che rappresenta l'oggetto principale della trattazione e alla cui descrizione è dedicato il secondo capitolo.

---

<sup>53</sup> Cfr. P. DE GIOIA CARABELLESE, Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca, in Studi sull'integrazione europea, 2019, p. 342.

<sup>54</sup> La Legge 130 distingue la disciplina relativa all'offerta di titoli da cartolarizzazione a seconda che si tratti di «investitori professionali» (art. 2, comma 3) ed «investitori non professionali» (art. 2, comma 4). Nel primo caso, la norma richiede la redazione di un prospetto informativo che contenga le informazioni (minime) elencate alle lett. a) – i-bis); nel secondo caso, invece, la norma richiede (in aggiunta) il rilascio di giudizio da parte di una società di rating.



## 6. La Legge 130: cenni

Fino a questo momento si è fornita una descrizione della cartolarizzazione come fenomeno, si è tentato cioè di spiegare la *ratio* dello strumento e il suo meccanismo di funzionamento cercando di lasciare – nei limiti del possibile – le norme sullo sfondo. Si tratta di una scelta giustificata dalla volontà di fornire della cartolarizzazione una visione neutra, trasversale e unica che prescinde dal modello normativo (nazionale o europeo) prescelto.

La ragione di questa impostazione si intuisce dai paragrafi precedenti, laddove – nel cercare di inquadrare lo strumento – si è evidenziato in più punti come il legislatore europeo e quello nazionale abbiano fatto scelte non coincidenti sulla disciplina della cartolarizzazione.

Non è detto che si tratti di una scelta consapevole; l'approccio in alcuni casi opposto dei due legislatori sembra legato essenzialmente a questioni di tipo temporale. La Legge 130 è stata licenziata nel 1999 mentre il legislatore europeo ha, di fatto, riscritto – complice la crisi del 2007/2008 - la disciplina delle cartolarizzazioni nel 2017 <sup>(55)</sup>; quasi vent'anni di differenza che le modifiche, svariate e numerosissime, della Legge 130 non sono riuscite completamente a colmare e che rendono la legge nazionale decisamente meno all'avanguardia di quella europea.

---

<sup>55</sup> Ci si riferisce al c.d. *Framework* Cartolarizzazioni costituito da due regolamenti, vale a dire il già citato Regolamento Cartolarizzazioni (i.e. Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012) e il Regolamento 2017/2401 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento.



Ma si tratta di un falso problema; le due norme sono per così dire complementari (<sup>56</sup>). Il legislatore europeo, infatti, ha omesso di disciplinare (o ne ha rimesso la facoltà agli Stati nazionali) alcuni profili della cartolarizzazione che sono curati da quello nazionale e viceversa. Tra questi, ad esempio, vi è proprio la figura del *servicer* oggetto di una dettagliata disciplina da parte della Legge 130 e delle relative norme di attuazione e quasi “dimenticato” dal regolatore europeo.

Proprio alla luce di questa circostanza, sembra necessario, quindi, fornire qualche informazione sulla Legge 130 che è la cornice normativa di riferimento entro la quale il *servicer* opera e rispetto al quale il legislatore fissa precise regole. In particolare, nel descrivere la disciplina della Legge 130 si cercherà di adottare un approccio per “differenza” evidenziando gli aspetti peculiari e di complementarietà della normativa italiana rispetto a quella europea evitando ridondanze rispetto a quanto fin qui descritto.

Per la stessa ragione nell'ultimo paragrafo di questo capitolo si accennerà anche alle cartolarizzazioni assistite dalla garanzia statale sui titoli *senior* (c.d. GACS) per la cui attività di *servicing* il legislatore ha fissato specifiche e più stringenti disposizioni.

### **6. 1 Origine, funzionamento e tratti distintivi**

La Legge 130 nasce con lo scopo di colmare il vuoto normativo - ventennale rispetto al modello angloamericano e più che decennale rispetto al diverso modello franco-spagnolo - che spingeva gli operatori a svolgere all'estero le cartolarizzazioni di soggetti italiani.

---

<sup>56</sup> L'elemento di complementarietà si coglie fortemente nell'ambito oggettivo di applicazione, laddove la disciplina europea trova applicazione solo nei confronti di operazioni di cartolarizzazione con *tranching* (i.e. quando sono emessi titoli con crescenti livelli di rischio) mentre la Legge 130 si applica indistintamente a tutte le cessioni *true sale* indipendentemente dalla circostanza che l'SPV emetta una *tranche* ovvero più di una con diverse priorità di partecipazione alle perdite.



Nel disciplinare lo strumento il legislatore italiano si è evidentemente rifatto al modello anglosassone di *securitisation* (<sup>57</sup>); nel modello accolto dalla Legge 130, infatti, le operazioni sono strutturate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, presenti o futuri, ad una società di capitali (SPV) il cui oggetto esclusivo consiste nell'espletamento di una o più cartolarizzazioni, ovvero nella conversione dei crediti in titoli; le somme corrisposte dai debitori sono successivamente destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi sul mercato dalla società per la cartolarizzazione.

Anche in questo caso, le figure essenziali intorno alle quali ruota la cartolarizzazione descritta dal legislatore nazionale sono quattro, l'*originator*, la SPV, l'investitore e *servicer*, rispetto ai quali – eccetto per l'*originator* e il *servicer* – non si ravvisano elementi di particolare peculiarità rispetto a quanto detto finora.

Mentre sul *servicer* si tornerà di seguito (Capitolo II), sembra utile soffermarsi brevemente sugli obblighi dell'*originator* rispetto al quale la normativa italiana – in modo abbastanza ingiustificato – non prevede la regola del mantenimento del rischio (c.d. *retention rule*). Si tratta di una previsione che, nell'impostazione classica, obbliga l'*originator* a mantenere, su base continuativa, un interesse economico netto rilevante

---

<sup>57</sup> In realtà la Legge 130 prevede anche la possibilità di utilizzare il modello franco-iberico di cartolarizzazione, vale a dire quello in cui l'operazione si realizza tramite un fondo di investimento. In Francia le cartolarizzazioni avvengono attraverso i *Fonds Communs de Créance*, ovvero veicoli creati ad hoc per singole operazioni e privi di personalità giuridica. I Fcc sono stati introdotti dalla legge 88-1201 del 23 dicembre 1988. Cfr. C. LE HIR, *Le fonds commun de créances. La Titrisation*, Paris, 1994 e P. DUCOS, *The macro-economic implications of securitisation. A French point of view*, in *International Securitisation*, a cura di H. MORRISSEY, London, 1992, p. 241 ss. In Spagna il veicolo per le operazioni di *titulización* sono i *fondos de titulización hipotecaria* la cui base normativa riposa sulla legge n. 19 del 7 luglio 1992 e nel r.d.l. n. 3 del 26 febbraio 1993. Si veda, per il modello spagnolo, J. LLORENS-L. LANZÓN, *Asset-backed financing in Spain*, in *Asset Securitisation*.



(*material net economic interest* <sup>(58)</sup>) nella cartolarizzazione. L'obiettivo della *retention rule* è quello di allineare gli interessi degli investitori con quelli dell'originator nonché di limitare il fenomeno dell'*originate to distribute*<sup>59</sup>, vale a dire quel fenomeno per cui l'originator, nell'attività di concessione di finanziamenti, riduce l'iter di screening relativo alla valutazione del merito di credito nella consapevolezza che il finanziamento concesso verrà successivamente cartolarizzato. Obbligare l'originator a partecipare alla cartolarizzazione mantenendo una parte (seppur ridotta) degli strumenti emessi dall'SPV consente, evidentemente, di limitare il predetto fenomeno.

Questo principio è, come detto, assente nella disciplina italiana mentre rappresenta uno dei pilastri portanti della legislazione europea; la ragione di questo disallineamento deve essere ricercata, ancora una volta, nella vetustà della Legge 130. Non è un caso, che in una delle modifiche successive della stessa legge è stato previsto – per alcune tipologie di cartolarizzazioni – l'obbligo della *retention* minima

---

<sup>58</sup> Cfr. art. 6 del Regolamento Cartolarizzazioni che stabilisce che questo interesse economico rilevante deve essere individuato in una percentuale non inferiore al 5%. Le modalità con cui la retention rule possono essere molteplici. In linea teorica, si danno almeno sei differenti opzioni: a) nel caso della vertical slice viene mantenuta una quota di rischio, pari almeno ad una percentuale minima fissata ex lege, per ogni *tranche* o segmento emesso ed offerto sul mercato; b) con la horizontal slice o first loss *tranche* viene mantenuta l'intera quota di rischio di un segmento (di norma, quello che assorbe le prime perdite); c) nella first loss exposure viene mantenuta un'esposizione cartolarizzata nell'operazione di cartolarizzazione che copre le prime perdite; d) nel sistema pari passu share, nel caso di cartolarizzazioni rotative, viene mantenuta una quota di rischio non inferiore ad una percentuale del valore nominale di ciascuna delle esposizioni cartolarizzate; e) con la retention of randomly selected exposure vengono mantenute esposizioni non inferiori ad ammontare pari ad una percentuale del valore nominale di tutte le attività cartolarizzate o cartolarizzabili, attraverso un processo di selezione causale delle esposizioni; f) L-shape option, ovvero la combinazione della tecnica di mantenimento orizzontale e verticale, per cui stante una percentuale minima di mantenimento del rischio, viene mantenuta una percentuale in tutte (o alcune) delle *tranches* emesse e un'intera *tranche* (di solito, la first loss *tranche*).

<sup>59</sup> Questo modello si contrappone a quello del c.d. *originate-to-hold model* l'originator concede un finanziamento in favore del proprio cliente nell'ottica, almeno tendenziale, di mantenere tale rapporto – e i rischi correlati – all'interno del proprio bilancio sino alla sua estinzione.



allineata - con riferimento all'ammontare – proprio a quella del legislatore europeo <sup>(60)</sup>.

Ulteriore peculiarità che connota la Legge 130 è la scelta del legislatore nazionale di descrivere gli *asset* oggetto di cartolarizzazione; la Legge 130, infatti, restringe ai crediti la tipologia di attività cartolarizzabili.

Teoricamente, quindi, tutti i soggetti che vantino un portafoglio crediti di natura pecuniaria, anche futuri, ove individuabili in blocco (ovvero con le caratteristiche indicate nell'art. 1 della legge) <sup>(61)</sup>, possono dare vita ad una cartolarizzazione dei propri crediti.

La norma sembra, invece, escludere la possibilità di cessioni aventi ad oggetto crediti non pecuniari, ovvero aventi ad oggetto cespiti non monetari ma comunque suscettibili di valutazione economica quali, ad esempio, titoli, immobili e anche flussi monetari futuri non derivanti da un portafoglio crediti.

---

<sup>60</sup> Ci si riferisce al decreto-legge n. 91 del 24 giugno 2014 (cd. “Decreto Competitività”, convertito in legge n. 116 del 11 agosto 2014) che ha modificato la Legge 130 (art. 1, comma 1-ter) per prevedere la possibilità per le società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti di erogare finanziamenti a determinati soggetti (novità introdotta al fine di ampliare lo spettro delle fonti di finanziamento disponibili in alternativa al credito bancario). A tal fine è necessario, tra l'altro, che il prenditore del finanziamento venga individuato da una banca/intermediario 106 e che a banca o l'intermediario finanziario che individua il prenditore trattienga un “significativo interesse economico” nell'operazione nel rispetto delle modalità stabilite dalle disposizioni di attuazione della Banca d'Italia. Queste modalità coincidono, appunto, con quelle del legislatore europeo.

<sup>61</sup> Ci si riferisce ai due riferimenti dei “crediti futuri” e della “individuabilità in blocco”. Il legislatore nazionale non fornisce alcuna indicazione sui limiti e sulla portata del primo concetto, oggetto quindi dell'attenzione di dottrina e giurisprudenza, incerte sull'ammissibilità stessa della cessione del credito futuro sotto il profilo della determinatezza o della determinabilità del contratto. Con riferimento al secondo, il requisito di “individuabilità in blocco” ha un precedente nell'art. 58 del TUB e nelle Istruzioni emanate dalla Banca d'Italia sull'argomento, che sottolineavano la necessità di un elemento distintivo comune quale la forma tecnica, i settori economici o di destinazione, l'area territoriale ovvero altri criteri idonei ad individuare i crediti ceduti. Secondo alcuni (G. RUMI, *Securitisation* in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, op cit.) va comunque considerato, tuttavia, come tali Istruzioni non sembrano direttamente applicabili nel caso in questione in virtù del mancato rinvio operato dalla legge in commento al primo comma del sopramenzionato articolo 58 del TUB.



Si tratta di una scelta poco comprensibile nel momento in cui è stata fatta ma assolutamente lungimirante se analizzata in prospettiva. Nel 1999, infatti, questa impostazione non era certo in linea con il mercato che non poneva alcuni limiti alle c.d. ricartolarizzazioni (cartolarizzazioni di titoli già cartolarizzati) <sup>(62)</sup> ed è stata oggetto di forti contestazioni <sup>(63)</sup>. Questa limitazione risulta, invece, assolutamente coerente con la disciplina europea laddove il legislatore ha fatto divieto assoluto – salvo casi tassativi e oggetto di autorizzazione dall’Autorità di Vigilanza <sup>(64)</sup> – di effettuare ricartolarizzazioni. In questo senso, quindi, la normativa domestica ha anticipato quella europea che nel 2017 – forte dell’esperienza della grande crisi – ha vietato queste cartolarizzazioni poiché foriere di rischi per la stabilità finanziaria <sup>(65)</sup>.

---

<sup>62</sup> Sono quindi escluse dal legislatore italiano le attività di *repackaging* aventi ad oggetto l’acquisto di un portafoglio titoli già esistente e la successiva ristrutturazione delle scadenze nei pagamenti come della struttura creditizia sottostante, oltre alla possibilità di aggiungere disposizioni regolatrici ulteriori e beneficiare di nuove linee di credito. Le operazioni di *repackaging* possono rispondere ad una molteplicità di esigenze quali la differenziazione dei flussi di cassa come la modifica del *credit risk* ovvero la creazione, nell’ambito della medesima cartolarizzazione, di una pluralità di tipologie di titoli, aventi scadenza, rating e grado di rischio differenti assunti da molteplici investitori.

<sup>63</sup> Cfr. G. RUMI, *Securitisation in Italia*. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, op cit. secondo il quale “*Le ragioni che hanno spinto a tale consistente limitazione [all’attività di repackaging, ndr] appaiono difficilmente comprensibili, soprattutto alla luce dell’evoluzione in atto nei mercati angloamericani in cui non viene posto limite alcuno alle fonti di crediti cartolarizzabili*”.

<sup>64</sup> In particolare, le ricartolarizzazioni sono ammissibili – previa autorizzazione – quando ricorra uno dei “fini legittimi” individuati dal Regolamento Cartolarizzazioni, vale a dire quelli che mirano a: a) agevolare la liquidazione di un ente creditizio (ovvero di un’impresa di investimento o un ente finanziario); b) contribuire ad assicurare la solidità di un ente creditizio (ovvero di un’impresa di investimento o un ente finanziario); c) salvaguardare gli interessi degli investitori, qualora le esposizioni sottostanti siano deteriorate.

<sup>65</sup> Cfr. L’art. 8, par. 1 del Regolamento Cartolarizzazioni che sancisce un divieto generale di ricartolarizzazione, ovvero di quella operazione «*ove almeno una delle esposizioni sottostanti è una posizione verso una cartolarizzazione*» (così l’art. 2, n. 4). Il Legislatore europeo motiva apoditticamente l’introduzione del divieto con l’esigenza di garantire «*il livello di trasparenza che il presente regolamento cerca di stabilire*» che, invece, «*le ricartolarizzazioni potrebbero ostacolare*».



Per quanto riguarda la natura dei crediti cedibili (e quindi cartolarizzabili) la legge, lascia ampio margine di manovra anche su questo punto, non escludendo, quindi, la cessione di titoli di credito scarsamente solvibili. Peraltro, dalla lettura della relazione che ha accompagnato l'approvazione di questa legge si capisce come l'obiettivo del legislatore nazionale fosse proprio quello di utilizzare la cartolarizzazione come strumento di gestione dei crediti deteriorati; nel documento citato si legge infatti che *“la possibilità di cartolarizzare i crediti bancari consentirebbe poi di affrontare un problema tipicamente italiano, che è poco frequente all'estero: la cartolarizzazione dei bad loans, vale a dire dei crediti incagliati o in sofferenza (66)”*.

L'aspettativa del legislatore non è stata disattesa; l'Italia è infatti il primo paese in Europa per volume di crediti deteriorati (67) e lo strumento della cartolarizzazione per lo smaltimento di questi attivi è stato ampiamente utilizzato dagli intermediari italiani.

In quest'ottica, un contributo importantissimo è stato fornito dall'introduzione nel 2016 della c.d. GACS che si è rivelato uno strumento efficace per agevolare la vendita delle sofferenze; questo risultato è stato riconosciuto anche dalla Commissione europea nella sua recente comunicazione in tema di NPL(68).

---

<sup>66</sup> La Relazione è disponibile a questo *link* [http://leg13.camera.it/\\_dati/leg13/lavori/stampati/pdf/50580A.pdf](http://leg13.camera.it/_dati/leg13/lavori/stampati/pdf/50580A.pdf)

<sup>67</sup> Cfr. i dati informativi contenuti nell'indagine pubblica dal KPMG, *I non performing loan in Italia*, 2018, nel quale si puntualizza: *«oltre 1.000 miliardi di Non Performing Loan in Europa, quasi 300 miliardi solo in Italia. Sono questi i numeri di un fenomeno che ha colpito pesantemente il settore finanziario negli ultimi dieci anni»*. In base ai dati della Banca d'Italia, a giugno 2021 la consistenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche era pari a 48 miliardi. Si deve considerare che alla fine del 2015 i crediti deteriorati erano pari a 360 miliardi. Banca d'Italia, rapporto sulla stabilità finanziaria, n.2, novembre 2021.

<sup>68</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank, Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic* in cui si legge che *“[...] some Member States are already working with systemic securitisation solutions, such*



## 7. La GACS – Garanzia sulla Cartolarizzazione delle sofferenze

In seguito alla crisi dei debiti sovrani l'elevato ammontare di NPL nei bilanci delle banche italiane era divenuto, nella percezione internazionale, il principale rischio per la stabilità finanziaria italiana ed europea. Nel 2015 il governo italiano ha avviato un negoziato con la Commissione europea per la creazione di una società pubblica di gestione degli attivi deteriorati (una *bad bank*), con l'obiettivo di sgravare le banche dall'onere degli NPL <sup>(69)</sup>. In seguito alle difficoltà e, successivamente, all'abbandono di tale negoziato è stata creata la GACS, che perseguiva lo stesso obiettivo attraverso una garanzia prestata dallo stato, retribuita a un prezzo di mercato.

La GACS, rispetto alla *bad bank*, ha il vantaggio, da un lato, di essere compatibile con la disciplina degli aiuti di Stato <sup>(70)</sup> e, dall'altro, quello di non avere un impatto immediato né sul *deficit* né sul debito dello Stato, così come calcolato ai fini del monitoraggio degli impegni assunti sin dal Trattato di Maastricht <sup>(71)</sup>.

---

*as the Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS) no-aid scheme in Italy, and the no-aid Hercules scheme in Greece, both of which have been successful and where new transactions are being planned”.*

<sup>69</sup> Quello della *bad bank* è un progetto che l'Italia aveva deciso di intraprendere alla luce dell'esperienza spagnola che aveva già realizzato, nel 2011, una vera e propria *bad bank* che aveva acquistato i crediti deteriorati delle banche spagnole. Questa soluzione, tuttavia non era più percorribile nel 2016 a causa delle nuove norme in materia di aiuti di stato.

<sup>70</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione Europea del 4 maggio 2016 disponibile al seguente link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2016:161:FULL&from=EN> in cui si legge che lo strumento “*is free of state aid within the meaning of EU state aid rules*”.

<sup>71</sup> Si veda, sul punto il Regolamento (UE) n. 549/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea in base al quale “*Per le amministrazioni pubbliche, fornire una garanzia è un modo per sostenere delle attività economiche senza la necessità di un esborso di cassa immediato. Le garanzie incidono in modo significativo sul comportamento degli agenti economici in quanto modificano le condizioni di prestito sui mercati finanziari*”.



Il programma GACS ha assistito le banche italiane nei loro piani di pulizia dei bilanci per circa 87 miliardi di sofferenze lorde. Infatti, dal 2016 ad oggi sono state realizzate 35 transazioni assistite dalla GACS e il valore delle *senior tranche* del mercato totale è attualmente di circa 12 miliardi di euro <sup>(72)</sup>.

Si forniscono, di seguito, le principali caratteristiche dello strumento. Anche in questo caso, l'obiettivo non è quello di fornire una trattazione dettagliata della GACS bensì quello di inquadrarne le modalità di funzionamento al fine di contestualizzare l'attività di *servicing* svolta nell'ambito di queste operazioni.

### **7. 1 Elementi chiave della normativa**

La GACS è stata introdotta per la prima volta nel nostro ordinamento con il decreto legge n. 18 del 14 febbraio 2016 <sup>(73)</sup> ed è stata successivamente rinnovata (e modificata) dal decreto legge n. 22 del 2019 <sup>(74)</sup> che ha introdotto alcune modifiche tese ad aumentare l'efficacia dello strumento, nell'ottica di un adeguato bilanciamento fra la tutela del garante Stato e la compatibilità con logiche di mercato.

La GACS è la garanzia rilasciata dallo stato italiano sulle *tranche senior* di un'operazione di cartolarizzazione di sofferenze<sup>75</sup>. Si tratta di una

---

<sup>72</sup> Cfr. Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro, Relazione sull'andamento delle operazioni assistite dalla garanzia dello stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS) e sugli obiettivi di *performance* collegati.

<sup>73</sup> Decreto-legge del 14/02/2016 n. 18 - Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio. Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 37 del 15 febbraio 2016, convertito, con modificazioni, dalla legge 8 aprile 2016 n. 49.

<sup>74</sup> Decreto-legge del 25/03/2019 n. 22 - Misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea. Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 71 del 25 marzo 2019, convertito in legge con modificazioni dalla L. n. 41 20/05/2019.

<sup>75</sup> Con riguardo alla classificazione "in sofferenza" il tema concerne la più ampia questione definitoria delle "esposizioni creditizie deteriorate" o NPL (non performing loans) che risulta rilevante ai fini dell'applicazione di diverse discipline e



cartolarizzazione che ricade nell'ambito di applicazione sia della disciplina nazionale (vale a dire la Legge 130) sia di quella europea (Regolamento Cartolarizzazioni e CRR); ne consegue, quindi, che per ottenere la GACS l'operazione dovrà essere necessariamente provvista di *tranching* (cioè i titoli emessi dalla SPV dovranno essere caratterizzati da diversi gradi di subordinazione) e dovranno essere previste almeno due classi di quote, la *senior* e la *junior*. La GACS insiste solo sulle note *senior* dell'operazione con la conseguenza che, in caso di *default* della cartolarizzazione, i detentori della *senior* saranno ripagati dallo Stato italiano, che ha concesso la garanzia.

Questo meccanismo, rende ovviamente non rischiosa l'operazione per i detentori del titolo *senior* e, quindi, agevola la fattibilità dell'operazione dal momento che aumenta la facilità di collocare i titoli *senior* sul mercato. Il rischio per lo Stato dovrebbe essere, in ogni caso, solo teorico. Dal punto di vista pratico il portafoglio e il *business plan* sono stati abbondantemente valutati da almeno due agenzie di *rating*,

---

particolarmente: a) di quella contabile, relativa alla redazione dei bilanci delle istituzioni bancarie; b) di quella di vigilanza prudenziale, relativa alla misurazione del rispetto dei coefficienti patrimoniali; c) di quella di vigilanza informativa e rilevazione statistica. Quindi il concetto di NPL presenta, in relazione alle materie cui viene riferito, una polisemanticità o geometria variabile delle fattispecie in cui si articola (tra queste, i crediti "in sofferenza"), sicchè necessariamente occorre individuarne il contesto (la materia) di riferimento applicativo, per qualificarne correttamente la relativa dimensione giuridica. Sul punto sembra possibile far riferimento alla definizione contenuta nella Circolare 272 del 30 luglio 2008 ("Matrice dei conti") che, nel recepire la definizione armonizzata dell'EBA (emanata ai sensi dell'art. 99, par. 4, del reg. CRR) e del regolamento di esecuzione 680/2014, prevede che "le esposizioni creditizie deteriorate sono ripartite nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate", laddove le sofferenze ("bad loans") "sono esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili". In particolare, la destinazione a sofferenza, esclude che il deterioramento del credito sia legato a mere difficoltà temporanee, risultando decisiva, nella relativa classificazione, la distinzione tra lo stato di crisi irreversibile (quando, ad esempio, il debitore ha cessato l'attività aziendale, cd. *gone concern*), da quello reversibile (in cui la crisi può essere superata poiché il debitore è operativo, seppur in momentanea difficoltà, cd. *going concern*). Cfr. M. SEPE, *L'attività finanziaria delle società di recupero crediti*, Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management, n. 2/2020.



dagli investitori che mettono acquistano le *tranches* subordinate e dal *servicer*. E in ogni caso, perché si debba andare ad attivare la garanzia, deve prima ricorrere la circostanza che sia le *tranche mezzanine* che quelle *junior* non siano ripagate.

Ai fini dell'ottenimento della garanzia, peraltro, la disciplina GACS prevede determinati requisiti; innanzitutto è necessario che: (i) gli *assets* sottostanti la cartolarizzazione siano crediti pecuniari classificati come sofferenze; (ii) che i crediti siano stati originati da intermediari italiani; (iii) che alla nota *senior* sia assegnato un *rating* non inferiore a BBB; (iv) che la gestione del portafoglio sia affidata ad un soggetto terzo, esterno e non facente parte del gruppo del soggetto cedente.

La valutazione di ammissibilità della garanzia, poggia dunque su tre pilastri principali <sup>(76)</sup>:

- a) la presenza di una classe di titoli subordinati rispetto a quella del titolo garantito;
- b) il possesso della valutazione minima (BBB) rilasciata dall'agenzia di *rating* <sup>(77)</sup>;
- c) la gestione dei crediti affidata ad un *servicer* indipendente.

Con riferimento alle caratteristiche dei titoli *senior* (primo pilastro) la normativa GACS contiene delle indicazioni molto dettagliate tese a disciplinare la remunerazione dei titoli, la cascata dei pagamenti <sup>(78)</sup>, la

---

<sup>76</sup> Cfr. G. CONSOLI, La GACS – Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, in La gestione delle crisi bancarie, strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela, a cura di V. TROIANO e G.M. UDA, CEDAM.

<sup>77</sup> Si segnala che il *rating* minimo BBB è stato introdotto dal d.l. n. 22 del 2019. Nella prima versione della disciplina GACS era, infatti, richiesto un *rating* inferiore (BBB-). La scelta di innalzare il *rating* minimo è dovuta alla volontà del legislatore di aumentare la qualità dell'operazione, ottimizzando la struttura e la composizione dei titoli emessi, incrementando lo spessore delle *tranche junior* e riducendo il rischio a carico dello Stato

<sup>78</sup> Con riferimento alla cascata, è prevista una cascata pro-rata. Gli interessi della *senior* (non il capitale) dovranno essere pagati prima degli interessi della *junior*. Nel caso in cui venga emessa anche una classe di titoli *mezzanine*, gli interessi degli stessi saranno antergati a quelli della *junior* ma postergati rispetto a quelli della *senior*. Per quanto riguarda il rimborso del capitale, quello della *senior* verrà ripagato dopo il



periodicità degli interessi. L'obiettivo di tale scelta è quella di creare uno schema di operazione definito, predeterminato, che permetta al relativo garante di valutare e analizzare rapidamente l'operazione proposta, consentendo agli *originator* di aderire alla struttura delineata nella disciplina GACS e lasciando loro minore flessibilità nella strutturazione dell'operazione.

Il secondo pilastro è costituito dall'obbligo di ottenere un rating minimo sulle *tranche senior* da parte da parte di un'agenzia di rating indipendente e inclusa nella lista delle agenzie accettate dalla BCE. Sul rating si basa anche il meccanismo di determinazione del prezzo della garanzia. Il rilascio della GACS, infatti, ha un costo che deve essere sopportato dalla banca originator e che viene calcolato come percentuale annua sull'ammontare garantito prendendo come riferimento i prezzi dei CDS degli emittenti italiani con un livello di rischio corrispondente a quello dei titoli garantiti <sup>(79)</sup> ed è crescente nel

---

pagamento degli interessi dei titoli *mezzanine* e *junior* ma in ogni caso prima del rimborso del capitale dei predetti titoli *mezzanine* e *junior*. In buona sostanza, prima vengono pagati gli interessi della *senior*, della *mezzanine* e della *junior*, in seguito si procederà al rimborso del capitale dei titoli esattamente nello stesso ordine (prima *senior*, poi *mezzanine* poi *junior*). Il decreto legge n. 22 del 2019 ha inoltre introdotto l'obbligo di prevedere *performance trigger* al verificarsi dei quali viene modificata la cascata dei pagamenti. In particolare, nel caso di scostamento superiore a una certa soglia dei flussi di recupero effettivi rispetto a quelli attesi è previsto: (i) il passaggio da una cascata pro-rata a una sequenziale, per cui gli interessi della *mezzanine* verranno pagati solo al rimborso del capitale della *senior*; e (ii) che le commissioni variabili previste per il *servicer* verranno corrisposte solo dopo il rimborso del capitale della *senior*.

<sup>79</sup> Questa circostanza ha consentito che il prezzo della garanzia venisse considerato dalla Commissione Europea a condizioni di mercato. Cfr. Comunicato stampa della Commissione Europea su Aiuti di Stato (la Commissione approva le misure di gestione delle attività deteriorate per le banche in Ungheria e Italia) del 10 febbraio 2017 “[...] La valutazione effettuata dalla Commissione ha evidenziato che le garanzie statali sui titoli *senior* saranno remunerate ai livelli di mercato in base al rischio assunto, avranno cioè una remunerazione accettabile per un operatore privato alle condizioni di mercato. Questo sarà garantito in particolare dai seguenti elementi. In primo luogo lo Stato assumerà un rischio limitato in quanto la garanzia da esso concessa si applicherà esclusivamente alla *tranche senior*. Un'agenzia di rating indipendente approvata dalla BCE garantirà che i titoli che compongono la *tranche senior*, indipendentemente dalla garanzia statale, siano di alta qualità creditizia (*investment grade*). La capacità della società veicolo per la cartolarizzazione di



tempo, sia per tenere conto dei maggiori rischi connessi a una maggiore durata dei titoli, sia per introdurre nello schema un forte incentivo a recuperare velocemente.

L'ultimo pilastro della GACS è costituito dalla gestione del portafoglio che deve essere affidato ad un soggetto indipendente. Le previsioni della GACS, come detto, poggiano sia sulla legge italiana che quella europea con la conseguenza che troveranno applicazione – in materia di recupero dei crediti – le più stringenti disposizioni della Legge 130 che obbligano ad avvalersi di un soggetto vigilato (da intendersi come banche e intermediari ex art. 106 TUB) per l'attività di recupero. Nelle operazioni con GACS, quindi, non solo il soggetto incaricato dell'attività di *servicing* dovrà essere un soggetto vigilato ma dovrà altresì essere diverso dalla società cedente e non dovrà appartenere allo stesso gruppo. Inoltre, qualora in un momento successivo i titolari della *junior* e della *mezzanine* (i.e. i detentori delle classi più rischiose) decidano di revocare l'incarico conferito a questo soggetto, ciò potrà essere effettuato solo a condizione che non determini un peggioramento del titolo oggetto di garanzia.

La crucialità di questo terzo pilastro, si coglie peraltro anche dalle modifiche apportate allo schema GACS dal decreto legge n. 22 del 2019

---

*ripagare la tranche senior dipenderà, tra l'altro, dai tassi di recupero delle attività sottostanti, dai costi della società stessa, dallo spessore della tranche junior e, se presente, di quella mezzanine, e dalla qualità del gestore. In secondo luogo, sarà il mercato a testare e confermare la distribuzione del rischio delle tranche e l'assetto dei veicoli di cartolarizzazione prima che lo Stato assuma un qualsiasi rischio. La garanzia statale sulla tranche senior diventerà effettiva solo dopo che sarà stata venduta sul mercato a operatori privati più della metà della tranche junior, che non è garantita e presenta un rischio più elevato. In terzo luogo la remunerazione dello Stato per il rischio assunto sarà ai livelli di mercato. La commissione di garanzia si baserà su un valore di riferimento del mercato (un paniere di prezzi di credit default swap di società con sede in Italia) e corrisponderà al livello e alla durata del rischio che lo Stato assume offrendo la garanzia. Di conseguenza la commissione di garanzia aumenterà nel tempo, in linea con la durata dell'esposizione da parte dello Stato. Questa struttura della commissione di garanzia, unita alla designazione di un gestore esterno, mira ad aumentare l'efficienza e la probabilità del recupero dei prestiti in sofferenza”.*



che ha previsto l'obbligo di prevedere nei contratti di *servicing* clausole di penalizzazione sul *servicer* in caso di *underperformance*. Al fine di responsabilizzare il *servicer* nell'attività di recupero è stata prevista l'introduzione in via obbligatoria di “*performance trigger*” (scostamento superiore a una certa soglia dei flussi di recupero effettivi rispetto a quelli attesi) - da verificare ad ogni data di pagamento degli interessi – che determinano il differimento della componente variabile della commissione percepita dal *servicer* e, nei casi più gravi, la sua sostituzione.

A corredo di questi tre pilastri vi sono, infine, altre due condizioni per l'ottenimento della garanzia finalizzate a garantire che la stessa realizzi l'obiettivo per cui è stata pensata, vale a dire lo smobilizzo dei crediti deteriorati.

A tal fine è necessario che il prezzo di vendita dei crediti non sia superiore al valore netto contabile e che la banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei titoli *junior* e, in ogni caso, un ammontare dei titoli *junior* (e, se emessi, dei titoli *mezzanine*) che consenta la *derecognition* (contabile) dei crediti cartolarizzati.

Per quanto riguarda le caratteristiche della garanzia, questa è definita dal legislatore come “incondizionata”, “irrevocabile” e “a prima richiesta”. Tuttavia, si evidenzia come la GACS sia differente dalle garanzie “a prima richiesta” che vengono predisposte in operazioni simili. Dal mancato pagamento della SPV è previsto un tempo minimo di 120 giorni prima che il portatore del titolo possa ricevere dal MEF l'importo dovuto e garantito. Inoltre, si evidenzia che tale garanzia non è “autonoma”. Ciò significa che la garanzia non è impermeabile alle vicende del rapporto di base (ossia l'impianto contrattuale che disciplina il titolo *senior*). Conseguentemente, nel caso in cui il titolo *senior* venisse ritenuto inefficace od invalido, anche la garanzia statale verrebbe meno.



## CAPITOLO II

### L'ATTIVITÀ DI *SERVICING* NELLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE: IL QUADRO NORMATIVO

**SOMMARIO:** 1. La frammentazione della disciplina del *servicer*; 2. La riserva di attività nella Legge 130; 3. I compiti del *servicer*; 3.1. Le funzioni operative: a) la riscossione; 3.2. Le funzioni operative: b) i servizi di cassa; 3.3. Le funzioni operative: c) i servizi di pagamento; 3.4. Le funzioni operative: d) il coordinamento delle attività; 3.5. La funzione di garanzia; 3.6. Le funzioni ulteriori in caso di concessione di finanziamenti da parte dell'SPV; 4. Unicità del *servicer* e delegabilità a terzi; 5. La vigilanza della Banca d'Italia attraverso il *servicer*; 6. Gli obblighi di rendicontazione del *servicer*; 7. Lo scioglimento del rapporto contrattuale; 8. Profili di responsabilità del *servicer*; 9. Il *servicer* nella GACS; 10. Il *servicer* e la disciplina delle cartolarizzazioni in Europa: cenni; 11. Il *servicer* nella disciplina europea sulle cartolarizzazioni; 11.1 Regolamento Cartolarizzazioni: il *servicer*; 11.2 Opinion EBA sulle cartolarizzazioni di NPL.

\*\*\*

Fino a questo momento è stato descritto il contesto in cui il *servicer* opera, vale a dire l'operazione di cartolarizzazione. La descrizione di questo strumento è infatti essenziale per comprendere il ruolo e le peculiarità dell'attività svolta da questo soggetto che, come più volte evidenziato, è cruciale per il successo dell'operazione <sup>(1)</sup>. Il presente capitolo, quindi, intende approfondire l'attività di *servicing* partendo anzitutto dalla constatazione della frammentazione del quadro

---

<sup>1</sup> Cfr. A. PILATI, op.cit. per il quale l'attività del *servicer* se è realizzata con «*efficacia e qualità può ridurre le asimmetrie del mercato*».



normativo ad esso applicabile (§1). Imprescindibile per la comprensione di questo fenomeno risulta quindi essere la ricognizione delle disposizioni applicabili a questo soggetto partendo, innanzitutto, dalla disciplina italiana contenuta nella Legge 130 che, in netta contrapposizione ad altri Paesi europei, stabilisce una specifica riserva sull'attività di *servicing* svolta nell'ambito delle cartolarizzazioni (§ 2). Si tratta di una scelta voluta dal legislatore in virtù dei compiti (§ 3) non solo operativi ma anche “pubblicistici” assegnati al *servicer*, il quale rappresenta – in ultima istanza – il garante del buon andamento dell'operazione nei confronti del mercato e degli investitori. Da questa circostanza discende il complesso sistema di regole previste dalla normativa domestica che riguardano i profili della delegabilità dell'attività di *servicing* a soggetti terzi (§ 4), dell'attività di vigilanza della Banca d'Italia (§ 5) e dei relativi obblighi di reportistica (§ 6) fino ad arrivare agli aspetti patologici dell'attività di *servicing* come lo scioglimento del rapporto contrattuale (§ 7) e la responsabilità del *servicer* (§ 8).

A questo intricato plesso di disposizioni devono poi aggiungersi regole ulteriori che sono state previste per i *servicer* che gestiscono operazioni di cartolarizzazione assistite dalla GACS (§ 9). L'esistenza della garanzia pubblica ha, infatti, spinto il legislatore a prevedere meccanismi di penalizzazione sui *servicer* nel caso in cui l'attività di recupero da essi svolta non sia in linea con i piani di recupero dagli stessi redatti. La norma è stata introdotta con un duplice obiettivo: da un lato, incentivare il *servicer*, ex ante, a una stima più prudente dei flussi di cassa attesi; dall'altro, aumentarne l'efficienza nel recupero, anche per minimizzare il rischio dell'escussione della garanzia statale. Passata in rassegna la normativa italiana, l'ultima parte del capitolo è dedicata all'approfondimento delle poche e scarse disposizioni previste dal legislatore europeo sull'attività di *servicing* (§ 10).

Da questa ricognizione emerge chiaramente come le previsioni del legislatore italiano sul *servicer* siano decisamente più stringenti di quelle previste dalla normativa europea. Tuttavia, vale la pena sottolineare sin da questo momento come il *servicer* – nel contesto italiano – posseda un ruolo più ampio di quello previsto dal *framework* europeo che giustifica la riserva di attività in favore di banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB.

### **1. La frammentazione della disciplina del *servicer***

La definizione e la disciplina del *servicer* non sono oggetto di completa armonizzazione a livello europeo. In generale, con il termine *servicing* ci si riferisce all'attività di recupero e gestione dei crediti, nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione e non solo; tale attività è distinta da quella di acquisto di crediti (*credit purchasing*).

Il legislatore nazionale non prevede una definizione di “*servicer*”; nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione ai sensi della legge 30 aprile 1999 n. 130 (Legge 130), si fa riferimento al “*soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento*” che corrisponde, come ad esempio indicato nella Circolare della Banca d'Italia n. 288/2015, a quello che nella prassi viene definito *servicer*. In quest'ambito, il *servicer* deve essere una banca o un intermediario ex art. 106 TUB (<sup>2</sup>), ferma restando la possibilità per tali soggetti di avvalersi, in regime di esternalizzazione, di società non vigilate iscritte all'elenco ex art. 115 TULPS. L'attività di *servicing* è disciplinata, per le banche, dalla Circolare della Banca d'Italia n. 285 e, per gli intermediari iscritti all'albo ex art. 106 TUB, dalla Circolare n. 288 della Banca d'Italia; per i profili antiriciclaggio, vengono in rilievo il decreto legislativo 21 novembre 2007 n. 231, modificato nell'ottobre

---

<sup>2</sup> Cfr. art. 2, comma 6, legge 130/1999.

2019 <sup>(3)</sup>, e il Provvedimento del 30 luglio 2019 della Banca d'Italia “Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo”.

Specifiche disposizioni per il *servicer* sono previste nella disciplina GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) come recentemente modificata dal decreto legge 25 marzo 2019 n. 22.

Al di fuori delle operazioni di cartolarizzazione, l'attività di recupero e gestione dei crediti può essere direttamente svolta dai predetti soggetti iscritti nell'elenco del TULPS <sup>(4)</sup>.

Il legislatore europeo, pur non prevedendo una disciplina organica per il *servicer*, ha introdotto misure regolamentari che hanno impatti sull'attività di questo soggetto. In particolare, esattamente come il legislatore italiano, il regolatore europeo detta specifiche regole per i *servicer* di cartolarizzazioni, peraltro ulteriormente dettagliate nella *Opinion EBA* sulle cartolarizzazioni di *non-performing loans* - NPL. Inoltre, il c.d. *quick fix* cartolarizzazioni (Regolamenti (UE) 557 e 558

---

<sup>3</sup> L'art. 3, co. 2-*bis* dispone che “[n]elle operazioni di cartolarizzazione di crediti, gli intermediari bancari e finanziari [...], incaricati della riscossione dei crediti ceduti, dei servizi di cassa e di pagamento e delle verifiche di conformità provvedono all'adempimento degli obblighi [antiriciclaggio] anche nei confronti dei debitori ceduti alle società per la cartolarizzazione dei crediti nonché dei sottoscrittori dei titoli emessi dalle medesime società”.

<sup>4</sup> L'attività di recupero crediti non costituisce attività finanziaria. Essa trova la sua disciplina nel Testo Unico delle Leggi di Pubblica Sicurezza (TULPS) di cui al R.D. 18.06.1931 n. 773, laddove nel Titolo II, Capo IV dedicato alle “agenzie pubbliche” (art. 115 – 120), si prevede espressamente che “Le attività di recupero stragiudiziale dei crediti per conto di terzi sono soggette alla licenza del Questore” (art. 115, quinto comma). Il rilascio della licenza - che deve contenere: a) la natura degli affari a cui si vuole attendere; b) la tariffa delle operazioni e c) la sede dell'esercizio, presso cui deve essere tenuto il registro delle operazioni (2) - non è subordinato a particolari requisiti di forma giuridica, ma è condizionato alla prestazione di una cauzione a garanzia di tutte le obbligazioni inerenti l'esercizio dell'attività e alla mancanza delle situazioni ostative. Non si tratta in ogni caso di “attività riservata” a determinati soggetti, né la disciplina prevede che i soggetti autorizzati debbano svolgerla “in via esclusiva”, ma di attività soggetta ad autorizzazione preventiva e controlli successivi. Quanto al contenuto di detta attività, questo risulta chiarito nella Circolare n. 557/PAS/6909/12015 del 10.01.2011 del Ministero dell'Interno, Dipartimento della Pubblica Sicurezza,



del 31 marzo 2021), include il *servicer* - impegnato nelle cartolarizzazioni di NPL - tra i soggetti obbligati ad assolvere l'obbligo di mantenimento del rischio (i.e. la *risk retention* di cui al paragrafo 6 del precedente capitolo) previsto dalla normativa europea.

Infine, il legislatore europeo ha definito in una direttiva pubblicata l'8 dicembre 2021 <sup>(5)</sup> che definisce regole armonizzate per il *servicing* e che avrà un impatto sul quadro normativo italiano.

Dalla breve ricostruzione effettuata emerge, chiaramente, come la disciplina del *servicer* sia sparsa e frammentata in una molteplice serie di atti normativi con ranghi diversi. Per cercare, quindi, di inquadrare il fenomeno del *servicing* in maniera organica si partirà innanzitutto dalla disciplina italiana (quella della Legge 130 – come ulteriormente dettagliata dalla normativa secondaria - e quella prevista per le cartolarizzazioni con GACS) per poi approfondire quella europea.

## 2. La riserva di attività nella Legge 130

La normativa italiana attribuisce un ruolo centrale alla figura del *servicer* che rappresenta - verso l'autorità di vigilanza, gli investitori e il mercato – la garanzia del buon fine dell'operazione <sup>(6)</sup>.

---

<sup>5</sup> Direttiva (UE) 2021/2167 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2021 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE.

<sup>6</sup> Anche se il *servicer* viene visto dal mercato come il soggetto garante per il buon fine dell'operazione, la sua obbligazione è di mezzi e non di risultato. Ciò è funzionale e connaturato all'obbligazione c.d. *limited recourse* che i portatori dei titoli vantano nei confronti della società veicolo (v. *infra* nel testo). Sul punto, v. RUCCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione*, cit., p. 413 secondo cui “[...] la garanzia del titolo *limited recourse* emesso dalla società di cartolarizzazione è infatti costruita non dal patrimonio dell'emittente, bensì dal flusso finanziario derivante dal portafoglio crediti acquistato dall'emittente medesimo con il denaro raccolto a fronte dell'emissione di quei titoli. In altri termini la società di cartolarizzazione, ancorché soggetto debitore, risponde nei confronti dei portatori dei titoli non con il suo patrimonio ma con il flusso derivante dal portafoglio crediti predetto”; v. anche G. RUMI, *Securitisation in Italia*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 441.



Per la delicatezza dei compiti attribuiti al *servicer*, il legislatore nazionale riserva tale attività a soggetti sottoposti a controlli prudenziali da parte della Banca d'Italia (banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB), non escludendo, tuttavia, la possibilità che la qualifica di *servicer* sia assunta dallo stesso *originator* (se banca o intermediario finanziario) <sup>(7)</sup>.

Nella prassi, di solito il ruolo di *originator* e *servicer* coincidono nelle cartolarizzazioni di crediti *in bonis*; in questo modo, infatti, la banca riesce a mantenere i suoi rapporti con i debitori ceduti, a ciò aggiungendo il vantaggio di aver reso liquide le posizioni creditorie <sup>(8)</sup>. Nelle operazioni di crediti non *performing*, invece, l'attività di *servicer* è affidata a soggetti *specializzati* nell'attività di recupero; in questo caso, infatti, per il successo dell'operazione è cruciale la capacità del *servicer* di estrarre valore dalle posizioni del portafoglio cartolarizzato <sup>(9)</sup>.

---

<sup>7</sup> Si evidenzia che tale scelta rappresenta un unicum nel panorama europeo. Nel settore delle cartolarizzazioni, le società incaricate della riscossione dei crediti ceduti nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazioni (c.d. *servicer*) non sono soggette a normative di tipo prudenziale né possono assumere rischi in proprio. Nei paesi dove esiste una disciplina specifica delle cartolarizzazioni (ad es., Francia e Spagna), vi è una prevalenza del modello che utilizza i fondi comuni in qualità di SPV e identifica le società di gestione come i soggetti deputati a curare l'amministrazione delle operazioni. In tale ottica, il soggetto su cui vengono effettuati controlli sono le società di gestione che gestiscono i fondi di cartolarizzazione con i criteri e i principi tipici del settore (adeguatezza organizzativa del gestore, controllo dei rischi operativi, prevenzione dei conflitti di interesse). Dal punto di vista pratico, l'attività di controllo su queste società di gestione è tenuta distinta da quella sugli altri gestori e svolta in maniera abbastanza "leggera", dando l'impressione di una operatività considerata atipica dalle stesse autorità.

<sup>8</sup> A. CINQUE, *Il servicer*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/1999*, a cura di P. FERRO LUZZI, GIUFFRÈ', 2005

<sup>9</sup> La crucialità del funzionamento dell'industria del recupero è stata di recente evidenziata anche dalla Banca d'Italia che ha evidenziato come la "[...] Maggiore efficienza ed efficacia di questi operatori [*servicer*, ndr] si traducono in prezzi più elevati degli NPLs, e quindi in minori impatti delle cessioni sul conto economico delle banche venditrici. [...] Infine, l'efficacia dei recuperi contribuisce ad assicurare la profittabilità delle tranches junior delle cartolarizzazioni, e indirettamente protegge il valore delle tranches senior. Poiché queste ultime sono spesso trattenute in bilancio dalle banche cedenti, in vari casi con l'assistenza della garanzia erogata dallo stato tramite il meccanismo della GACS, maggiori tassi di recupero contribuiscono a



La scelta di sottoporre a riserva l'attività di *servicing* è motivata dalla necessità di garantire un effettivo presidio di conformità; la natura di banca/intermediario finanziario di questo soggetto, infatti, implica la sottoposizione dello stesso alle più stringenti regole previste per i soggetti vigilati e, soprattutto, lo sottopone ai controlli di un'Autorità di Vigilanza (i.e. la Banca d'Italia).

Si deve rilevare, tuttavia, che questa riserva di attività non è presidiata da nessuna sanzione; la Legge 130, infatti, non commina sanzioni per la violazione di questo obbligo che non sembra, *prima facie*, poter essere ricondotto neppure nella fattispecie di cui all'art. 132 TUB (rubricato Abusiva attività finanziaria) considerato il mancato richiamo dell'articolo in questione alla Legge 130. Non è chiaro, quindi, quale sia la sanzione – e ancor prima se ve ne sia una – per la violazione della riserva di attività prevista dalla Legge 130.

### **3. I compiti del *servicer***

La Legge 130 attribuisce al *servicer* un duplice ruolo; il primo di natura operativa, consistente nell'attività di riscossione dei crediti ceduti e nei servizi di cassa e di pagamento; e il secondo di “garanzia”, consistente nella verifica della conformità alla legge e al prospetto informativo di ciascuna delle operazioni concluse nell'ambito della cartolarizzazione<sup>(10)</sup>.

Nei compiti, per così dire, operativi confluiscono quindi tre attività (quella di riscossione, quelle di incasso e quelle di pagamento) molto

---

*mitigare i rischi per le banche e per lo Stato*” (cfr. Comunicazione della Banca d'Italia del 2 marzo 2020, Approfondimento della Banca d'Italia sull'attività di gestione e recupero di crediti deteriorati).

<sup>10</sup> Cfr. Banca d'Italia, Provvedimento del Governatore 23 agosto 2000: “Disposizioni per le società di cartolarizzazione, in base al quale “*al "servicer" fanno pertanto capo sia compiti di natura operativa, sia funzioni di "garanzia" circa il corretto svolgimento delle operazioni di cartolarizzazione nell'interesse dei portatori dei titoli e, in generale, del mercato*”.



diverse tra di loro ma che sono accumulate sotto il profilo degli interessi che mirano a tutelare. Ed infatti, i servizi di cassa e pagamento mirano a garantire, come si vedrà, l'effettività della *cash segregation* e, quindi, l'interesse dei sottoscrittori dei titoli affinché i flussi di cassa provenienti dai crediti cartolarizzati siano indirizzati nel patrimonio separato costituito dall'SPV. Così pure il servizio di recupero dei crediti è preposto al soddisfacimento degli interessi dei portatori delle ABS, dipendendo l'operazione, in ultima analisi, dal buon fine delle attività di recupero.

A tali competenze, si aggiunge quella di controllo che sembrano richiamare quelle svolte dalla banca depositaria dei fondi comuni di investimento. Il *servicer* deve, infatti, verificare che le operazioni siano conformi alla legge e al prospetto informativo, e, più in generale, alle caratteristiche dell'operazione, assumendo, quindi, una funzione di garante della correttezza dell'operazione, nell'interesse principale dei portatori delle ABS.

Tanto premesso, nei paragrafi che seguono si cercherà di descrivere nel dettaglio, in cosa si sostanziano le predette attività.

### **3. 1 Le funzioni operative: a) la riscossione**

La legge 130 individua come prima attività di *servicing* quella della riscossione dei crediti ceduti. I contenuti di questa attività sono ulteriormente dettagliati dalla disciplina secondaria della Banca d'Italia che impone al service di monitorare le scadenze degli attivi cartolarizzati, di curare la tempestiva messa in mora dei debitori, di avviare e seguire lo svolgimento delle procedure esecutive nonché di curare – se del caso – il riscadenzamento dei prestiti <sup>(1)</sup>.

---

<sup>11</sup> Cfr. Banca d'Italia, Circolare n. 288 del 3 aprile 2015 Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari.



Peraltro questa attività può assumere connotati diversi a seconda del tipo del portafoglio oggetto della cartolarizzazione.

Nel caso di crediti *in bonis*, l'attività di riscossione deve essere inquadrata, giuridicamente, nella fattispecie del mandato all'incasso; nel caso di crediti *non performing*, invece, questa attività dovrebbe essere assimilata alla figura dell'appalto di servizi. Nel primo caso, infatti, il *servicer* si limita ad incassare i crediti e, in alcuni casi, a ricevere e dare comunicazioni ai debitori ceduti, culminando l'attività giuridica nel potere di far decadere dal beneficio del termine il debitore ceduto; non c'è, in buona sostanza, alcuna attività gestoria svolta dal *servicer*.

Nel caso dei crediti *non performing*, invece, l'attività del *servicer* è variegata e più o meno sofisticata a seconda dello "stadio" di deterioramento del credito. In questi casi, infatti, l'incasso del credito è solo uno dei momenti che definisce la riscossione: il *servicer* dovrà infatti in primo luogo adoperarsi per il recupero del credito, iniziando e/o proseguendo i procedimenti esecutivi e concorsuali, promuovere ed eseguire transazioni con i debitori ceduti, come pure organizzare e condurre contatti ed incontri con i debitori ceduti, anche al fine di rinegoziare un piano di rientro del debito, e, ritenuta l'opportunità, alienare a terzi i crediti oggetto di riscossione <sup>(12)</sup>.

Considerata l'eterogeneità delle attività richieste ai *servicer* di cartolarizzazioni di crediti *non performing* nonché l'elevata *specializzazione* ad essi richiesta, il mercato – come si vedrà in seguito (§ Capitolo III) – ha visto nascere soggetti *specializzati* nella gestione di questi crediti e la cui prassi operativa non sempre è in linea con le indicazioni della Legge 130 e dell'Autorità di vigilanza.

---

<sup>12</sup> A. CINQUE, *Il servicer*, op. cit.



### 3. 2 Le funzioni operative: b) i servizi di cassa

La seconda delle funzioni operative del *servicer* è genericamente definita dalla legge come servizio di cassa. Questa attività nella cartolarizzazione non può assumere il significato tradizionale di “attività di deposito e custodia della liquidità derivante dalla riscossione<sup>(13)</sup>”; questa attività, infatti, è riservata a banche e non anche agli intermediari finanziari ex art. 106 TUB<sup>(14)</sup>.

Per servizio di cassa deve allora intendersi quell'attività di controllo materiale e contabile della liquidità derivante dalla riscossione (indipendentemente dal fatto che venga depositata presso una banca<sup>(15)</sup>)<sup>16</sup>. In quest'ottica, quindi, il *servicer* non è il depositario della liquidità, ma il soggetto che la controlla e che ne dispone<sup>(17)</sup> in virtù dell'affidamento riposto dal mercato, in generale, e dai portatori dei

---

<sup>13</sup> V., per tutti, G. MOLLE, *I contratti bancari*, 1973, pp. 96 ss.

<sup>14</sup> Contrariamente, autorevole dottrina (P. FERRO-LUZZI, in *The Second Annual Issuer's and Investors Summit on Italian and Southern European ABS*, October, 23-24, 2001, Rome) ritiene che la legge n. 130/1999 abbia radicalmente innovato il sistema finanziario apportando delle deroghe allo stesso TUB. Secondo tale ricostruzione anche gli intermediari finanziari vigilati, nell'esercizio dell'attività di *servicing*, potrebbero custodire la liquidità derivante dalla riscossione dei crediti.

<sup>15</sup> Ai fini della prestazione del servizio di cassa è, quindi, del tutto neutrale il fatto che la banca depositaria coincida con il *servicer*.

<sup>16</sup> Cfr. M. SEPE, *Il servicer e l'attività di servicing: evidenza empirica e profili giuridici*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, CEDAM, 2002. In termini sostanzialmente simili, con riferimento ai servizi di cassa e di pagamento, v. GALLETTI, *op. cit.*, p. 1051.

<sup>17</sup> Cfr. M. SEPE, *Il servicer e l'attività di servicing: evidenza empirica e profili giuridici*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, *op. cit.* per cui “il *servicer* ha, invero, un potere dispositivo sulla liquidità raccolta; potere che si *sostanzia principalmente in due compiti: quello di dare ordini alle banche depositarie di movimentare la liquidità dai diversi conti, e quello di dare ordini di investimento e disinvestimento. In particolare, ad esso spetterebbe il compito di reinvestire la liquidità nelle tipologie di investimenti previste per legge nel prospetto informativo, e di disincentivare tali investimenti in prossimità delle date in cui devono essere pagati gli investitori. Tale attività, che nella prassi angloamericana viene definita come cash allocation and management, solo di rado nelle cartolarizzazioni italiane è stata svolta dal servicer (quale soggetto incaricato), essendo stata il più delle volte attribuita dalla società veicolo a banche d'affari straniere. Ciò si spiega in considerazione del fatto che i conti della cartolarizzazione sono stati accesi presso banche inglesi al fine di costituirvi garanzie reali di tipo rotativo come la floating charge*”.



titoli in particolare. Questa lettura trova riscontro anche nella normativa secondaria della Banca d'Italia che impone al *servicer* di assicurarsi che le somme incassate e di pertinenza della singola operazione di cartolarizzazione siano segregate nel più breve tempo possibile <sup>(18)</sup> e che lo stesso di doti di sistemi informativo-contabili che consentano di ricostruire in qualsiasi momento e con certezza il complesso delle operazioni poste in essere relativamente a ciascuna operazione di cartolarizzazione.

Non è un caso che i contratti di *servicing* contengano nella prassi specifiche clausole che obbligano il *servicer* a garantire che gli incassi dei crediti ceduti siano accreditati sui conti della cartolarizzazione.

In quest'ottica, quindi, il servizio di cassa assume la forma di una garanzia nei confronti degli investitori ravvisabile nell'assicurare la canalizzazione dei flussi di cassa (*cash segregation*) che è, di sicuro, decisivo per rendere realmente effettiva la garanzia degli investitori rispetto alla segregazione patrimoniale <sup>(19)</sup>.

Il questo senso il servizio di cassa rappresenta il complemento della segregazione patrimoniale dei crediti oggetto di cartolarizzazione; quest'ultima, infatti, protegge gli investitori dalle eventuali vicende concorsuali della società veicolo; mentre il servizio di cassa – così inteso – protegge gli stessi investitori dopo che i crediti segregati sono stati recuperati e quindi diventati liquidi.

In quest'ottica, il *servicer* deve quindi predisporre meccanismi tecnico-contabili affinché anche la cassa sia a tutti gli effetti continuamente

---

<sup>18</sup> In base alla richiamata Circolare n. 288 della Banca d'Italia questo periodo non può comunque superare i 2 giorni lavorativi dall'avvenuto incasso.

<sup>19</sup> Cfr. E. SPANO, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, I, 1999, pp. 419-420.



segregata e destinata in via esclusiva ai beneficiari della cartolarizzazione <sup>(20)</sup>.

### **3. 3 Le funzioni operative: c) i servizi di pagamento.**

L'altra funzione operativa del *servicer* espressamente indicata dal legislatore è quella indicata come servizio di pagamento. Questa attività è speculare e finale rispetto a quella di cassa: se infatti il servizio di cassa si caratterizza nel potere dispositivo della liquidità internamente ai conti della cartolarizzazione, quello di pagamento nel potere dispositivo della liquidità esternamente a quei conti.

Poiché è il *servicer* il soggetto che la legge individua come responsabile dei pagamenti effettuati ai creditori della cartolarizzazione, esso, alle scadenze programmate, dovrà dare l'ordine di trasferimento per pagare i sottoscrittori dei titoli. Peraltro, nella prassi il *servicer* esternalizza questa attività ad un altro soggetto qualificato (il c.d. *payment agent*); in questo caso il *servicer* dovrà assicurarsi che questo soggetto provveda effettivamente ad impartire l'ordine di trasferimento.

Il servizio di pagamento, che si sostanzia dunque nell'impartire ordini di trasferimento <sup>(21)</sup>, è stato opportunamente considerato anche dalla normativa regolamentare che, in particolare, attribuisce al *servicer* l'onere di verificare che gli incassi avvengano nel rispetto de *business*

---

<sup>20</sup> Cfr. M. SEPE, *Il servicer e l'attività di servicing: evidenza empirica e profili giuridici*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, op cit. La liquidità è difatti soggetta, in termini di rischio, alla fedeltà delle varie controparti e, in particolare, della società veicolo; il *servicer* allora, ancor prima che garante della cartolarizzazione, dovrà, nell'esercizio della funzione operativa di prestatore del servizio di cassa, materialmente assicurare la segregazione della liquidità rinveniente dalla riscossione dei crediti oggetto di cartolarizzazione da quella delle altre controparti dell'operazione.

<sup>21</sup> Sul punto, cfr. D. GALLETTI, *Grande distribuzione commerciale e autoproduzione dei servizi bancari*, in *Banca impr. società*, 2000, pp. 61 ss.



*plan* dell'operazione e secondo l'ordine di priorità stabilito nel prospetto informativo (c.d. “cascata dei pagamenti”) (22).

Da quanto sopra emerge come che l'attività operativa del *servicer* coniuga la tipicità dei due momenti della *securitisation*. Come evidenziato da Sepe, “*la relazione che intercorre tra cessione dei crediti e rifinanziamento sul mercato del negozio di cessione è naturalmente collegata alla riscossione dei crediti e al conseguente pagamento effettuato ai creditori della cartolarizzazione*” (23).

In quest'ottica, il *servicer* può quindi essere considerato come il responsabile della trasformazione finanziaria del credito in flusso di cassa ad una prefissata scadenza.

#### **3. 4 Le funzioni operative: d) il coordinamento delle attività**

L'ultima attività operativa attribuibile al *servicer* – anche se non espressamente citata dal legislatore – è quella di coordinamento. È evidente che intorno alla cartolarizzazione gravita un numero cospicuo di soggetti (anche grazie, come si vedrà, al meccanismo dell'esternalizzazione) rispetto ai quali è il *servicer* a svolgere l'attività di coordinamento.

Questo ruolo viene, per così dire, consacrato dalle disposizioni secondarie che – nel riconoscere l'elevato numero di soggetti coinvolti nella cartolarizzazione – stabilisce l'obbligo in capo al *servicer* di identificare i compiti e le funzioni spettanti ai diversi soggetti coinvolti

---

<sup>22</sup> Cfr. Banca d'Italia, Circolare 288.

<sup>23</sup> Cfr. M. SEPE, *Il servicer e l'attività di servicing: evidenza empirica e profili giuridici*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, op cit. e anche G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, 1999, p. 165. Il profilo del collegamento negoziale dei vari contratti che costituiscono il complesso mosaico dell'architettura giuridica di una cartolarizzazione è evidente e sublimato nell'attività di *servicing*, laddove il soggetto incaricato ai sensi della legge deve, in vista dell'unitario interesse voluto dalle molteplici controparti (ivi inclusi gli investitori), farsi garante dell'armonizzazione delle attività effettuate dalle parti con la pluralità di negozi posti in essere.



nell'operazione e di valutare che questa ripartizione sia compatibile con i compiti spettanti al *servicer* e non ne ostacoli il corretto svolgimento. Da quanto sopra emerge come il *servicer* sia anche il responsabile dell'attività di coordinamento; questa responsabilità si può far derivare dalla funzione di garanzia prevista genericamente dalla legge ma ben articolata nella normativa di vigilanza che considera il *servicer* il *deus ex machina* dell'operazione di cartolarizzazione; in base alla disciplina secondaria, infatti, il *servicer* è tenuto a monitorare internamente l'attività dei soggetti da esso delegati e ad indirizzarne nel merito le scelte, stante la responsabilità dello stesso anche per l'attività svolta dai suoi delegati.

Al ruolo di coordinamento si aggiunge poi quello di referente che il *servicer* svolge nei confronti della Banca d'Italia; è quest'ultimo, infatti, l'interlocutore dell'autorità di Vigilanza rispetto a ciascuna operazione di cartolarizzazione nonché, in ultima istanza, il responsabile dell'andamento dell'operazione di cartolarizzazione.

### **3. 5 La funzione di garanzia.**

L'ultima funzione che la Legge 130 attribuisce ai *servicer* è quella di garanzia, consistente nella verifica che le operazioni siano conformi alla legge ed al prospetto informativo. Si tratta di una funzione peculiare attribuita al *servicer* dal nostro ordinamento e che non trova riscontro – come si vedrà – in ambito europeo. L'obiettivo del legislatore è quello di salvaguardare gli interessi dei portatori dei titoli e, più in generale, quello di garantire l'affidabilità del mercato, che si realizza per il tramite dell'azione di vigilanza (informativa, ispettiva e regolamentare) della Banca d'Italia.

Le scarse indicazioni della Legge 130 sulla funzione di garanzia sono integrate dalla disciplina secondaria della Banca d'Italia che articola la funzione in esame in cinque specifici obblighi, in base ai quali il



*servicer* è tenuto a: (a) verificare che le caratteristiche delle attività oggetto di cartolarizzazione siano coerenti con quelle indicate nel prospetto informativo e rispettino i requisiti previsti dalla Legge 130<sup>(24)</sup>; (b) accertare che l'SPV abbia per oggetto sociale esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione e che sia assicurata la separazione tra i crediti relativi a ciascuna operazione e il patrimonio dell'SPV e quello relativo ad altre operazioni; (c) acquisire informazioni sulle modalità di acquisto dei crediti da parte dell'SPV, ossia se quest'ultimo finanzia l'acquisto delle attività cartolarizzate direttamente mediante l'emissione dei titoli (cd. asset-backed securities, ABS) oppure tramite l'assunzione di finanziamenti "ponte"<sup>25</sup>; (d) verificare il rispetto delle forme di pubblicità della cessione; (e) nel caso in cui i titoli siano offerti ad investitori non professionali, verificare che l'operazione sia sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi.

In buona sostanza, per l'Autorità di Vigilanza la funzione di garanzia abbraccia tutta l'operazione di cartolarizzazione ed in particolare tutte quelle operazioni che direttamente o indirettamente coinvolgono i flussi di cassa in entrata (riscossione dei crediti ceduti e reinvestimento della liquidità di volta in volta raccolta) e i flussi di cassa in uscita (pagamenti effettuati ai portatori dei titoli, agli altri soggetti della cartolarizzazione, nonché i vari accantonamenti effettuati).

Questa funzione di garanzia, peraltro, non implica che sia il *servicer* a dover svolgere materialmente tutte queste attività quanto piuttosto che

---

<sup>24</sup> In base alla Legge 130 possono formare oggetto di cessione i crediti pecuniari, esistenti o futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, nonché, ai sensi del comma 1-bis del medesimo articolo, obbligazioni e titoli similari, ovvero cambiali finanziarie, esclusi i titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società emittente i titoli.

<sup>25</sup> In quest'ultimo caso peraltro il *servicer* è tenuto ad acquisire le informazioni necessarie a verificare che il finanziamento "ponte" abbia durata limitata e sia destinato ad essere estinto contestualmente all'emissione dei titoli, utilizzandone i relativi proventi (cfr. Banca d'Italia, Circolare n. 288)



esso si faccia carico del “controllo” delle stesse che potranno essere materialmente svolte da terzi.

Rimandando ad un momento successivo gli aspetti relativi all'attribuzione di compiti a terzi, occorre ora verificare in cosa consista, da un punto di vista materiale e giuridico, lo svolgimento di questa funzione di controllo. Secondo alcuni, si dovrebbe far riferimento ad un controllo di tipo esterno, “*vale a dire ad un controllo che viene estrinsecato in base all'applicazione di criteri c.d. discrezionalmente tecnici su tutti quei soggetti incaricati dello svolgimento delle funzioni che, nella cartolarizzazione di crediti, sono per legge riservate*” (26). Questo controllo “di legittimità” dovrebbe consentire di verificare la sufficienza e la correttezza delle operazioni, dei criteri, dei metodi e dei procedimenti applicativi adottati al fine di saggiare il rispetto dei due parametri formali di riferimento: la legge ed il prospetto.

Nello svolgimento di questa attività, quindi, il ruolo del *servicer* potrebbe essere accostato a quello del *protector* nelle operazioni di *trust* (27) ovvero a quello della banca depositaria nei fondi di investimento.

Nel caso del *trust*, infatti, il *protector* – come il *servicer* - è il garante della corretta gestione del *trust* essendo il soggetto responsabile della segregazione del patrimonio e del rispetto del vincolo di destinazione. A differenza del *servicer*, tuttavia, il *protector*, nei Paesi di common law, ha spesso il potere di revocare o sostituire il *trustee*, cosa che non è invece prevista per il *servicer*. Ed anzi, in alcune esperienze straniere – nelle ipotesi di irregolarità compiute dal *servicer* originario o di

---

<sup>26</sup> Cfr. M. SEPE, *Il servicer e l'attività di servicing: evidenza empirica e profili giuridici*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, op cit e A. CINQUE, *Il Servicer*, op. cit..

<sup>27</sup> Cfr. Galletti, *op. cit.*, p. 1052 per il quale il “*servicer nello svolgimento di tale funzione sarebbe assimilabile ad un trustee nel contesto dell'investment trust*”.



impossibilità di quest'ultimo di proseguire l'attività – è il *servicer* a poter essere sostituito ad opera del *trustee (back up servicer)*.

Nel caso della banca depositaria, l'accostamento tra quest'ultima e l'attività del *servicer* deriva dal fatto che la banca depositaria ha l'obbligo di verificare che l'attività di gestione del fondo sia svolta nell'interesse dei partecipanti al fondo <sup>(28)</sup>.

Tuttavia, nonostante la coincidenza dei compiti assegnati, la normativa relativa al *servicer* si differenzia da quella della banca depositaria sotto diversi aspetti.

Innanzitutto, la Legge 130 non disciplina la responsabilità del *servicer* nei confronti dei sottoscrittori dei titoli. Nonostante questo, non sembra possano esserci dubbi sulla responsabilità del *servicer* nei confronti degli investitori nei casi di inadempimento doloso o colposo degli obblighi ai quali era tenuto. Piuttosto occorrerà verificare la tipologia di responsabilità in cui il *servicer* incorre, problema che del resto si pone negli stessi termini per la banca depositaria, pur se la tesi della responsabilità di natura contrattuale, che vede nei rapporti tra fondo, banca depositaria e titolari delle quote l'esistenza di un contratto trilaterale, non sembra potersi trasporre ai soggetti partecipanti all'operazione di cartolarizzazione <sup>(29)</sup>.

---

<sup>28</sup> La banca depositaria deve, infatti, per legge accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, il calcolo del loro valore e la destinazione dei redditi del fondo, eseguire le istruzioni della società di gestione del risparmio se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza (v. art. 38, co. 1, TUF). Di particolare interesse è poi la previsione secondo cui, nell'esercizio delle proprie funzioni, la banca depositaria deve agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo. Evidente è quindi il parallelismo con la funzione di garanzia del *servicer* sia per il parametro del controllo di legittimità (da una parte si ha la legge ed il regolamento del fondo, dall'altra la legge ed il prospetto informativo) sia per l'interesse istituzionale cui la funzione è diretta (nell'un caso i partecipanti al fondo, nell'altro i portatori dei titoli), v. *ex multis*, COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2000, p. 172.

<sup>29</sup> A. CINQUE, *Il Servicer*, op. cit..



Altra differenza con la disciplina della banca depositaria deve essere rintracciata nell'assenza nella Legge 130 di una previsione che obblighi gli amministratori e i sindaci del *servicer* di riferire senza ritardo all'organo di vigilanza sulle irregolarità eventualmente riscontrate <sup>(30)</sup>. Quest'obbligo è, comunque, ricostruibile in base ai principi generali che regolano l'attività bancaria e in particolare dall'articolo 52 del TUB che obbliga l'organo di funzione di controllo degli intermediari vigilati a informare tempestivamente la Banca d'Italia dei fatti che possano costituire violazioni delle norme che disciplinano l'attività dell'intermediario.

Peraltro, nel caso dell'attività di *servicing*, sembra che tale obbligo di comunicazione sia rafforzato e non sussista solo in caso di irregolarità ma anche quando l'attività di recupero subisca dei rallentamenti gravi. In questo caso, infatti, la Banca d'Italia ha il potere di richiedere la trasmissione della documentazione con cui l'organo di supervisione strategica ha deliberato le misure correttive <sup>(31)</sup> a tali rallentamenti; potere quest'ultimo che può avere un senso solo alla luce di un precedente obbligo dell'intermediario di comunicare all'Autorità di

---

<sup>30</sup> Cfr. art. 47 TUF il cui quarto comma stabilisce che “*Gli amministratori e i sindaci del depositario riferiscono senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob, ciascuna per le proprie competenze, sulle irregolarità riscontrate nell'amministrazione del gestore e nella gestione degli Oicr e forniscono, su richiesta della Banca d'Italia e della Consob, informazioni su atti o fatti di cui sono venuti a conoscenza nell'esercizio delle funzioni di depositario*”.

<sup>31</sup> Cfr. Banca d'Italia, Circolare n. 288, Titolo III, Capitolo 1, Sezione VII in base alla quale “*Con particolare riferimento alle attività di gestione e monitoraggio dell'andamento del patrimonio cartolarizzato, la funzione di controllo dei rischi esamina periodicamente con cadenza almeno semestrale l'andamento dell'attività di riscossione e dei servizi di cassa e pagamento, redigendo apposita relazione. In caso di scostamenti rilevanti rispetto al business plan, nonché in caso di valori prossimi alle soglie rilevanti previste dal prospetto informativo (ad es., trigger event), la relazione è sottoposta all'organo con funzione di supervisione strategica, motivando le carenze riscontrate e le iniziative correttive eventualmente previste. La relazione e le eventuali determinazioni assunte dall'organo con funzione di supervisione strategica sono opportunamente documentate. La Banca d'Italia può richiederne la trasmissione*”.



Vigilanza i casi in cui i recuperi siano fortemente disallineati rispetto a quelli dei *business plan*.

### **3. 6 Le funzioni ulteriori in caso di concessione di finanziamenti da parte della SPV**

Ai compiti fino a qui attribuiti al *servicer* se ne devono aggiungere alcuni introdotti nel 2016 dalla normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia finalizzati a dare attuazione alle modifiche apportate, nel 2016<sup>(32)</sup>, alla Legge 130 che ha attribuito ai veicoli di cartolarizzazione la possibilità di concedere finanziamenti ai soggetti diversi dalle persone fisiche e dalla microimprese<sup>(33)</sup>.

Trattandosi di una deroga (l'ennesima) alla riserva di legge in materia di concessione di finanziamenti, la disciplina primaria prevede alcuni accorgimenti tesi a mitigare l'inesistenza – in capo all'SPV – dell'expertise e dei requisiti patrimoniali richiesti ai soggetti abilitati all'erogazione di finanziamenti<sup>(34)</sup>.

---

<sup>32</sup> La Legge 130 è stata modificata decreto-legge n. 91 del 24 giugno 2014 (cd. "Decreto Competitività", convertito in legge n. 116 del 11 agosto 2014) che ha previsto la possibilità per le società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti costituite ai sensi della Legge sulla Cartolarizzazione ("SPV") di erogare finanziamenti a determinati soggetti, novità introdotta al fine di ampliare lo spettro delle fonti di finanziamento disponibili in alternativa al credito bancario.

<sup>33</sup> La possibilità che l'SPV conceda finanziamenti è ammessa anche dalla disciplina europea in materia di cartolarizzazioni. Il Regolamento Cartolarizzazioni (i.e. Regolamento UE 2017/2402) prevede, infatti, che in caso di problemi di liquidità, tali per cui le somme riscosse non sono sufficienti, almeno temporaneamente, a far fronte agli impegni di cassa nei confronti degli investitori, è possibile che l'SPV possa accedere ad una linea di credito ad hoc, anche da parte dello stesso *servicer* (che viene ad assumere anche la veste di liquidity facility provider). Questa linea di liquidità è definita come «la posizione verso la cartolarizzazione derivante da un accordo contrattuale per l'erogazione di fondi volti a garantire il rispetto delle scadenze nel pagamento dei flussi di cassa destinati agli investitori» (cfr. art. 2, n. 14 del Regolamento Cartolarizzazioni).

<sup>34</sup> Ci si riferisce, in particolare, a quelle previsioni che subordinano la possibilità della SPV di erogare finanziamenti alle seguenti condizioni: (a) i prenditori dei finanziamenti devono essere individuati da una banca o da un intermediario iscritto nell'albo di cui all'art. 106 del TUB; (b) la banca o l'intermediario finanziario che individua il prenditore deve trattenere un "significativo interesse economico" nell'operazione (fissato dalla Banca d'Italia al 5%, coerentemente a quanto previsto



Tra questi accorgimenti, vanno ricondotti gli obblighi specifici previsti in capo ai *servicer* in queste operazioni. Si tratta, anche in questo caso, di obblighi che possono essere ricondotti nell'ambito della funzione di garanzia poiché tesi ad assicurare il rispetto – da parte del veicolo – delle disposizioni previste dalla Legge 130. In quest'ambito, quindi, il *servicer* dovrà verificare, *inter alia*, che i finanziamenti erogati dalla SPV abbiano come destinatari soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese e che venga assolto l'obbligo di *retention*.

#### 4. Unicità del *servicer* e delegabilità a terzi

Fino a questo momento si è cercato di evidenziare come lo scopo principale del *servicer* sia quello di assicurare il buon funzionamento dell'operazione di cartolarizzazione anche attraverso il coordinamento di tutti gli attori coinvolti. In buona sostanza, quindi, al *servicer* è affidato dal legislatore il ruolo, difficile, di tenere le fila di un'operazione complessa e di assicurarne la legalità.

Questo scopo sembra richiedere necessariamente che il *servicer* sia solo uno; al contrario, infatti, l'auspicata visione unitaria non potrebbe che venire meno. Questa impostazione è stata di recente ribadita dalla Banca d'Italia che in una comunicazione indirizzata ai *servicer* di cartolarizzazioni ha affermato che “*il servicer resta il soggetto dal quale la Vigilanza si attende una visione unitaria delle operazioni gestite*”<sup>(35)</sup>.

Tuttavia a contrastare con questo principio sembra proprio la formulazione della Legge 130 che si riferisce genericamente ai “soggetti” riservatari dell'attività di *servicing* (cfr. art. 2, comma 3, lett.

---

dal legislatore europeo); (c) i titoli emessi dalla SPV per reperire le risorse finanziarie necessarie per l'erogazione dei finanziamenti devono essere destinati ad investitori qualificati.

<sup>35</sup> BANCA D'ITALIA, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza*, novembre 2021.



c) e all'art. 2, co. 6), ammettendo, così, la possibilità che vi siano più *servicer* purché tutti questi siano banche o intermediari finanziari ex art. 106 TUB. Dalle norme, quindi, sembra potersi concludere che le attività di *servicing* (i.e. riscossione dei crediti ceduti, prestazione di un servizio di cassa ovvero di pagamento, verifica della conformità) possano essere attribuite anche a soggetti diversi.

Questa conclusione sembra tuttavia non coerente non solo con le finalità del ruolo del *servicer* ma anche con la normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia, la quale non solo nel riferirsi al *servicer*, ne afferma il carattere unico ed esclusivo <sup>(36)</sup> ma prevede, altresì, i casi ed i limiti in cui i compiti appartenenti all'attività operativa e alla funzione di garanzia possono essere attribuiti a terzi soggetti, facendo presumere, quindi, l'unicità del soggetto incaricato <sup>(37)</sup>.

Alla luce del controverso dato normativo l'interpretazione più corretta – ad avviso di chi scrive – dovrebbe essere quella di considerare le attività definite dal legislatore “operative” come scindibili dal punto di vista giuridico-materiale e, per questo, attribuibili a più soggetti, fermo restando la necessità di attribuire tali attività ai soggetti vigilati individuati dal legislatore. In questo caso, peraltro, si rimarrebbe ancora

---

<sup>36</sup> Si tratta di una previsione risalente nella disciplina secondaria della Banca d'Italia. Questa, infatti, appare già nel Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 23 agosto 2000: “Disposizioni per le società di cartolarizzazione”, quindi un anno dopo l'emanazione della Legge 130 ed è attualmente replicata nelle Circolari 288 e 285 della Banca d'Italia attualmente in vigore. In entrambe le circolari – dedicate rispettivamente agli intermediari ex art. 106 TUB e alle banche – si legge infatti che “*al servicer fanno pertanto capo sia compiti di natura operativa, sia funzioni di “garanzia” nei confronti del mercato circa il corretto espletamento delle operazioni di cartolarizzazione nell'interesse dei portatori dei titoli e, in generale, del mercato. Detti compiti vanno considerati in modo unitario*”.

<sup>37</sup> La Legge 130 parla di soggetti, mentre la normativa secondaria, pur senza intervenire sull'astratta possibilità dell'esistenza di una pluralità di soggetti abilitati a svolgere le attività che conosciamo, individua uno ed un solo *servicer*, oggettivamente qualificandolo alla stregua di referente del complesso delle operazioni di riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento. La legge parla di verifica di conformità, distribuendo questo onere su tutti i soggetti incaricati, mentre la normativa secondaria parla di funzione di controllo, ponendo tale funzione in capo al *servicer* e solo a lui.



al di fuori dell'ipotesi di attribuzione di compiti a terzi (§ 5), in quanto il soggetto qualificato risulterebbe, conformemente al contenuto normativo della legge sulla cartolarizzazione, direttamente titolare e riservatario del compito operativo

La funzione di garanzia, invece, considerando la finalità a cui è preordinata non dovrebbe poter essere scissa tra due soggetti; tale circostanza vanificherebbe, infatti, il senso della funzione in esame che è quello di garantire una visione unitaria dell'operazione e di individuare – nei confronti del mercato e dell'Autorità di Vigilanza – il responsabile ultimo dell'andamento della cartolarizzazione.

Fattispecie differente è, invece, il caso in cui il *servicer* attribuisca, nell'esercizio delle proprie funzioni (vale a dire, della funzione operativa e di quella di garanzia), compiti a terzi. Questa possibilità è specificamente normata dalle disposizioni attuative della Banca d'Italia che stabiliscono che, “[...] per lo svolgimento delle attività di riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento [...] i *servicer* possono avvalersi di soggetti terzi nel rispetto della disciplina generale in materia di esternalizzazione. Non può essere delegato a terzi il controllo sul corretto espletamento delle operazioni di cui all'art. 2, comma 6-bis della legge n. 130/1999 (funzione di garanzia, ndr), mentre è consentita l'esternalizzazione di specifiche attività operative nell'ambito dei citati compiti di controllo, in particolare se finalizzata alla prevenzione di possibili conflitti d'interesse” (38).

In base a questa previsione il *servicer* può quindi attribuire a terzi soggetti compiti di natura operativa, mentre la funzione di garanzia non può essere completamente delegata (39).

---

<sup>38</sup> Cfr. Banca d'Italia, Circolare n. 288 del 3 aprile 2015 “Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari”, Titolo III, Capitolo 1, Sezione VII.

<sup>39</sup> Questa previsione conferma, quindi, la prevalenza della funzione pubblicistica del *servicer* rispetto a quella strettamente privatistica.



Peraltro, la normativa regolamentare, nel prevedere la delegabilità delle funzioni operative, chiarisce anche quale debba essere lo strumento giuridico per attuarla, vale a dire l'esternalizzazione. Ciò implica, da un lato, la necessità di comunicare preventivamente alla Banca d'Italia il soggetto (e le funzioni) a cui è attribuito il compito operativo nonché il persistere della responsabilità dell'attività delegata sul *servicer*. Peraltro, il meccanismo dell'esternalizzazione consente all'Autorità di Vigilanza non solo un controllo *ex ante* <sup>(40)</sup> ma anche e soprattutto *ex post* sull'attività del delegato, dal momento che l'attività ispettiva della Banca d'Italia potrà estendersi anche nei confronti di quest'ultimo soggetto.

Infine, il meccanismo dell'esternalizzazione - proprio perché mantiene la titolarità della funzione nonché la relativa responsabilità in capo al *servicer* - consente di affidare le attività operative recupero anche a soggetti diversi da quelli indicati nella Legge 130 (i.e. banche/intermediari 106 TUB). In questo contesto è, altresì, chiaro che il *servicer*, potrà (e dovrà) indirizzare e se de caso limitare le scelte discrezionali dei soggetti terzi.

Inoltre, le disposizioni secondarie chiariscono che il *servicer* ha l'obbligo di valutare che *“la ripartizione delle funzioni sia compatibile con i compiti spettanti al servicer stesso in base alla legge e non ne ostacoli il corretto espletamento”*.

Questo passaggio sembra ribadire la prevalenza del momento pubblicistico dell'attività del *servicer* rispetto a quello privatistico e rivela, ancora una volta, l'obiettivo che il legislatore si è prefissato

---

<sup>40</sup> In base alle regole sull'esternalizzazione, il *servicer* è tenuto a comunicare alla Banca d'Italia l'identità del soggetto a cui è stata esternalizzata l'attività 60 giorni prima l'avvio del contratto di esternalizzazione. L'Autorità di Vigilanza in questi 60 giorni ha la facoltà di avviare un procedimento di diniego dell'esternalizzazione. Peraltro, nella normativa secondaria la Banca d'Italia individua il contenuto minimo del contratto di esternalizzazione che non è quindi completamente rimesso all'autonomia privata.



prevedendo l'obbligo di un *servicer* vigilato, vale a dire quello di rendere effettiva la funzione di garanzia e rafforzare l'affidamento del mercato.

Infine, in quest'ottica, la normativa di vigilanza vieta la delegabilità della funzione di garanzia facendo salva la possibilità di esternalizzare specifiche attività operative nell'ambito dei compiti di controllo.

Occorre quindi approfondire la portata di questa disposizione e quale siano queste specifiche attività esternalizzabili.

Un'interpretazione plausibile delle istruzioni di vigilanza porterebbe a sostenere che dovrebbe trattarsi di attività che non facciano venir meno la "riferibilità" al *servicer* in ogni fase dell'espletamento dei compiti di cui alla funzione di garanzia, in modo tale che lo stesso possa virtualmente attivarsi in ogni momento per compiere ed eseguire materialmente gli atti funzionali al controllo. In altre parole, sarebbe compatibile con la disposizione in esame un negozio giuridico capace di traslare – dal *servicer* al delegato – il potere e non la competenza in modo che l'attività del soggetto cui sono attribuiti i compiti sia in ogni caso riferibile, quantomeno in punto di responsabilità, al *servicer*.

Alla luce di quanto esposto, sarebbe allora auspicabile prevedere che il *servicer* possa avvalersi di terzi soggetti mediante fattispecie negoziali (come, ad esempio, potrebbe essere un contratto di consulenza) che nei confronti dei terzi non siano traslative né dei poteri né delle responsabilità. Tale soluzione potrebbe difatti mostrare il fenomeno come mera organizzazione interna del soggetto riservatario esclusivo della funzione <sup>(41)</sup>.

---

<sup>41</sup> Cfr. M. Sepe, op cit. secondo il quale il problema, dal punto di vista pratico, potrebbe essere di rilievo se si considera il fatto che anche banche di piccole dimensioni e poco votate ad operazioni di finanza strutturata hanno proceduto a cartolarizzare alcuni dei loro attivi rimanendo *servicer* dell'operazione senza avere la struttura organizzativa interna per svolgere direttamente e materialmente la funzione di garanzia. Al riguardo l'Autore richiama le osservazioni di Belli in un parere *pro veritate* del giugno 2001 con riferimento all'ipotesi in cui una banca-*servicer* si possa



## 5. La vigilanza della Banca d'Italia attraverso il *servicer*.

Come già detto, l'attività di *servicing* nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione costituisce attività riservata; si tratta di una scelta giustificata dalla necessità di sottoporre l'intera operazione di cartolarizzazione al controllo indiretto della Banca d'Italia. La natura di soggetto vigilato del *servicer* consente, infatti, all'Autorità di Vigilanza di esercitare un monitoraggio su tutti i soggetti coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione <sup>(42)</sup> alla stregua di quanto avviene nel caso del gruppo creditizio <sup>(43)</sup>.

Tuttavia, a differenza del gruppo creditizio - dove la vigilanza della capogruppo è diretta conseguenza del suo potere di direzione e coordinamento - nelle operazioni di cartolarizzazione questo potere discende dal peculiare ruolo di garanzia attribuito dalla legge al *servicer* che rappresenta quindi il mezzo che consente alla Banca d'Italia di monitorare l'intera transazione.

Alla luce del ruolo attribuito al *servicer* dalla Legge 130, occorre approfondire se il *servicer* abbia anche il potere – al fine di perseguire questo fine pubblicistico – di intervenire anche sulla *governance* e più in generale sui meccanismi decisionali delle altre controparti della

---

avvalere di un terzo soggetto per lo svolgimento della funzione di garanzia: “[...] *Al di là del tenore letterale del provvedimento della Banca d'Italia, scendendo sotto il pelo dell'acqua e ragionando in termini di sostanza e di interessi meritevoli di tutela (come conviene fare), un'operazione siffatta, ove organizzata con modalità adeguate, non sembra porsi in contrasto con lo spirito della normativa. In effetti tale operazione non contrasta con la non delegabilità della funzione di controllo, che coincide, anzitutto, con la non delegabilità della responsabilità (principio guida che, d'altro canto, ispira anche i meccanismi di attribuzione di compiti operativi a soggetti terzi), non foss'altro perché si può definire un'architettura di rapporti alla quale rimanga estraneo il meccanismo della delega.*

<sup>42</sup> V. G.RUMI, *La securitisation*, cit..

<sup>43</sup> Si pensi al caso del gruppo creditizio, laddove la capogruppo viene utilizzata dall'autorità di vigilanza come cinghia di trasmissione all'interno del gruppo per impartire le istruzioni ricevute. V. PERNA, *Capogruppo*, in FERRO-LUZZI e CASTALDI (a cura di), *La nuova legge bancaria*, 1996.



cartolarizzazione. Mancando un diretto coinvolgimento nel capitale di questi soggetti, la risposta non può che essere negativa; il *servicer* può solo attivarsi esercitando il suo potere-dovere di comunicare il fatto all'Autorità di vigilanza affinché questa possa prendere gli opportuni provvedimenti ispettivi e regolamentari <sup>(44)</sup>.

## **6. Gli obblighi di rendicontazione del *servicer*.**

Nel contesto delle cartolarizzazioni, l'attività di rendicontazione svolta dal *servicer* assume un ruolo cruciale considerato che questa rappresenta lo strumento con cui investitori ed Autorità di Vigilanza possono monitorare l'andamento della cartolarizzazione.

La tipologia di informativa prodotta al *servicer* può essere distinta a seconda della dimensione – privatistica o pubblicistica – assolta dal *servicer*.

Con riferimento alla prima, la prassi contrattuale <sup>(45)</sup> dimostra come il *servicer* sia tenuto periodicamente a presentare un prospetto contabile che faccia fede degli incassi effettuati, della liquidità disponibile, di quella investita o utilizzata per far fronte ai costi della cartolarizzazione nonché dei pagamenti effettuati ai portatori dei titoli e agli altri creditori della società veicolo <sup>(46)</sup>. Si tratta di rendicontazioni previste a vantaggio degli investitori dei titoli (soprattutto di quelli delle classi più

---

<sup>44</sup> Si tratta di un'impostazione non condivisa da M. SEPE, op cit, secondo il quale – tenendo conto dell'essenza che caratterizza l'attività di *servicing*, vale a dire il coordinamento delle tre attività riservate (riscossione, servizi di cassa e servizi di pagamento) – si deve sostenere che qualora una o più attività riservate fosse attribuita dalla società veicolo a soggetti qualificati che dovessero risultare inattivi, il *servicer*, proprio in ottemperanza alla funzione di garanzia (che impone un coordinamento delle attività), sarebbe legittimato a surrogarsi a loro svolgendo direttamente quel tipo di funzione operativa.

<sup>45</sup> Tale obbligo di rendicontazione qualora non fosse previsto pattiziamente sarebbe comunque previsto dalla legge ai sensi dell'art. 1713 c.c. (sul punto v. Cass. 8 marzo 1979, n. 1429; Cass. 20 marzo 1976, n. 1011 e Cass. 26 ottobre 1973, n. 2781, citate in A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, 1984, p. 349, n. 401).

<sup>46</sup> Cfr. G.RUMI, *La securitization*, op. cit.



rischiose)<sup>(47)</sup> nonché delle agenzie di *rating* affinché sia possibile valutare la *performance* del processo di trasformazione degli *asset* in liquidità.

Nell'espletamento della funzione di garanzia, il *servicer* deve invece redigere una diversa rendicontazione (della quale, peraltro, la Banca d'Italia potrà richiedere la trasmissione<sup>(48)</sup>) finalizzata a monitorare l'andamento dell'attività di riscossione e dei servizi di cassa e pagamento. Peraltro questa relazione – in caso di scostamenti dei recuperi prossimi alle soglie rilevanti previste dal prospetto informativo (ad es., *trigger event*) – dovrà evidenziare anche le misure correttive eventualmente adottate.

In questo contesto, occorre peraltro richiamare il recentissimo obbligo di rendicontazione introdotto a novembre 2021 dalla Banca d'Italia e avente ad oggetto tutte le operazioni di cartolarizzazione gestite da *servicer* italiani<sup>(49)</sup>. In particolare, in questa comunicazione viene imposto l'obbligo ai *servicer* di compilare, su base semestrale, specifici *template* – differenziati a seconda che l'operazione sia assistita dalla GACS o meno – tesi a fornire all'Autorità di Vigilanza dati aggiornati e confrontabili sull'andamento delle singole operazioni.

---

<sup>47</sup> Nella prassi contrattuale si prevede una sorta di organizzazione dei portatori dei titoli, nella forma di associazione non riconosciuta di fonte volontaria, cui gli investitori aderiscono al momento dell'emissione dei titoli e vi è un rappresentante comune i cui poteri e le cui responsabilità sono speculari a quelli previsti dal codice civile con riferimento alla struttura del prestito obbligazionario.

<sup>48</sup> Si tratta di una previsione della Circolare 288 meno stringente della precedente disciplina contenuta nel Provvedimento della Banca d'Italia del 22 agosto 2000 (abrogato dalla predetta Circolare) in cui si prevedeva che gli amministratori degli intermediari che prestano attività di riscossione dei crediti e i servizi di cassa e di pagamento erano tenuti a convocare periodicamente riunioni, cui devono partecipare i componenti del collegio sindacale, per verificare l'andamento delle operazioni di cartolarizzazione, e che il verbale di questa riunione doveva essere inviato alla Banca d'Italia.

<sup>49</sup> Banca d'Italia, *Servicers* in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza, reperibile al seguente link <https://www.bancaditalia.it/compti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20211110/Servicers-cartolarizzazione.pdf>



Questo nuovo obbligo deve essere ricondotto nel progetto avviato, a marzo 2020, dalla Banca d'Italia volto ad approfondire l'attività di gestione e recupero dei *servicer* anche al fine di valutare misure correttive dell'azione regolamentare e di vigilanza.

Con riferimento alla responsabilità del *servicer* in caso di inesatta o infedele rendicontazione, la stessa dovrebbe configurarsi diversamente a seconda del contesto privatistico o pubblicistico in cui il *servicer* opera. Nel primo caso si rimarrebbe infatti nel campo della violazione di un obbligo contrattuale, nell'altra nella violazione di doveri riguardanti una funzione pubblicistica che potrebbero legittimare la stessa Banca d'Italia all'adozione di provvedimenti straordinari nonché all'assoggettamento dell'ente a procedimenti di gestione coattiva.

## **7. Lo scioglimento del rapporto contrattuale**

Come evidenziato il *servicer* rappresenta il soggetto intorno al quale ruota tutta l'operazione di cartolarizzazione, per cui la cessazione – attraverso revoca o recesso – del rapporto contrattuale assume rilevanza cruciale dal momento che il venir meno di questo soggetto determinerebbe la sospensione di tutte le attività che rendono possibile la cartolarizzazione. Fatta questa premessa, quindi, ci si aspetterebbe che le cause di revoca e recesso fossero disciplinate puntualmente dal legislatore. Non è così; la normativa primaria e secondaria non offrono spunti in tal senso, con la conseguenza che il fenomeno dello scioglimento del rapporto contrattuale è rimesso all'autonomia contrattuale che contempla diversi strumenti idonei a sciogliere il contratto di *servicing*, vale a dire la clausola risolutiva espressa, la revoca per giusta causa e il recesso. Mentre le prime due sono ad appannaggio della società veicolo, il recesso resta facoltà del *servicer*. Nella prassi, in particolare, la clausola risolutiva espressa viene inserita quale strumento esperibile solo in caso di grave inadempimento da parte



del *servicer*, per tale intendendosi quel comportamento idoneo a pregiudicare la prosecuzione dei compiti operativi e che, quindi, esponga al rischio di default l'intera operazione.

Con riferimento alla revoca per giusta causa sorge il problema di individuare quale comportamento del *servicer* possa configurare una "giusta causa"; sul punto emergono non poche problematiche di ordine sia pratico sia giuridico. La giusta causa, infatti, è un elemento elastico che deve essere determinato, nella relazione contrattuale, dalla parte che la eccepisce, vale a dire l'SPV. Quest'ultima, tuttavia, non può valutarne la portata e l'esistenza in quanto ente societario praticamente non operativo. Da qui, quindi, la necessità di una tipizzazione delle giuste cause di revoca per fare in modo che i soggetti dotati, invece, di strutture organizzate in forma imprenditoriale (quali, ad esempio, le agenzie di *rating* o il rappresentante dei sottoscrittori dei titoli) possano controllare il verificarsi del fatto dedotto in contratto e comunicarlo alla società veicolo che, a quel punto, dovrà agire assumendo gli opportuni provvedimenti.

Stesso ragionamento può essere replicato, anche se per una ragione diversa, nel caso di recesso dell'incarico da parte del *servicer*. In considerazione della funzione pubblicitica che il *servicer* svolge, un recesso *ad nutum* potrebbe essere infatti lesivo di quell'affidamento cui i portatori dei titoli ed il mercato in generale hanno riposto al momento della sottoscrizione del prestito. Sarà, così, anche in questo caso, legittimo un recesso da parte del *servicer* qualora questo sia per giusta causa e le giuste cause di recesso siano contemplate nel contratto di *servicing*.

Infine, proprio in virtù del ruolo di garanzia del *servicer*, occorre evidenziare come la prassi contrattuale preveda, in caso di scioglimento del rapporto contrattuale, l'obbligo del *servicer* "uscente" di continuare a svolgere l'attività fino al subentro del nuovo incaricato (c.d. *back-up*



*servicer*). La particolare attenzione riservata al meccanismo della sostituzione (o subentro del *servicer*) risiede proprio nella necessità di non pregiudicare l'andamento della cartolarizzazione e, più in generale, gli interessi degli investitori e del mercato di cui lo stesso è garante.

### **8. Profili di responsabilità del *servicer***

Con riferimento alla responsabilità del *servicer* occorre, anche in questo caso, distinguere tra funzioni operative e funzioni di garanzia. Nel caso di violazioni attinenti al primo profilo, infatti, la responsabilità del *servicer* sarà di natura contrattuale e dovranno quindi applicarsi le regole civilistiche. Considerato, tuttavia, che il contratto di *servicing* è, nella sostanza, un mandato *in rem propriam* e nell'interesse di terzi, occorre stabilire se gli investitori possano solo far valere l'irrevocabilità del mandato o anche di quella di esperire, in caso di inadempimento del *servicer*, un'azione di responsabilità per danni.

Il problema può essere meglio compreso richiamando due istituti quali il mandato per conto di terzo <sup>(50)</sup> ed il mandato a favore di terzo <sup>(51)</sup>, entrambi riconducibili alla fattispecie del contratto a favore di terzo di cui all'art. 1411 c.c.. In queste due figure il terzo acquista il diritto nei confronti del mandatario a pretendere l'esecuzione della prestazione promessa e, pertanto, in caso di inadempimento del mandatario, il terzo subirà una diretta lesione soggettiva legittimante l'esperimento dell'azione diretta. Ciò è giustificato dall'esistenza di un diretto interesse, tutelato dall'ordinamento, dello stipulante a che il terzo riceva la prestazione.

---

<sup>50</sup> Cfr. A. LUMINOSO, op. cit. secondo cui è il mandato in base al quale il mandatario si obbliga a compiere l'atto gestorio per conto di un terzo, sul quale ricadranno sia gli effetti favorevoli sia quelli sfavorevoli della gestione.

<sup>51</sup> Cfr. A. LUMINOSO, secondo cui è il mandato in base al quale il mandatario, pur agendo per conto del mandante, attribuisce gli effetti gestori direttamente ad un terzo.



Il mandato in *rem propriam* – quello cioè che connota il contratto di *servicing* - integrerebbe invece, ad avviso della dottrina<sup>(52)</sup> e della giurisprudenza<sup>(53)</sup>, una fattispecie del tutto differente dalle due figure richiamate: il terzo, infatti, non avendo alcun diritto nei confronti del mandatario resterebbe privato (in mancanza di esplicita previsione contrattuale) della possibilità di esperire azione in caso di inadempimento, realizzandosi la tutela della sua posizione soggettiva di pretesa nell'irrevocabilità del negozio gestorio<sup>(54)</sup>, in ragione del fatto che tra i due esisterebbe una relazione di tipo fiduciario preesistente alla conclusione del negozio.

A principi differenti, invece, è sottoposta la responsabilità del *servicer* nello svolgimento della funzione di garanzia.

La normativa secondaria individua, infatti, quali beneficiari dell'attività di controllo, i sottoscrittori dei titoli, per cui questi soggetti sarebbero legittimati ad esperire un'azione di responsabilità per danni nei confronti del *servicer* qualora questo sia risultato inadempiente nello svolgimento dell'attività di controllo.

Ciò chiarito, occorre invece stabilire se tale tipo di responsabilità sia di tipo contrattuale ovvero aquiliana. Anche in questo caso è utile prendere come esempio il rapporto tra banca depositaria e fondi di investimento. La banca depositaria, infatti, nel caso in cui non adempia ai suoi obblighi, ne risponde alla società di gestione del risparmio e ai partecipanti al fondo. Il riferimento esplicito, nel TUF, ai partecipanti al fondo e all'inadempimento porterebbe a ritenere che il vincolo obbligatorio tra banca depositaria e partecipante al fondo sia

---

<sup>52</sup> Cfr. A. LUMINOSO, *op. cit.*

<sup>53</sup> Cfr., *ex multis*, recente, Cass. 29 luglio 1995, n. 8343, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, pp. 122 ss.

<sup>54</sup> Cfr. A. LUMINOSO, *op.*, dove l'Autore sostiene che un tale tipo di tutela limitata sarebbe giustificata dal fatto che tra il terzo e il mandatario vi sarebbe una preesistente relazione di fiducia.



preesistente al danno e all'illecito: la norma andrebbe quindi inserita nell'alveo della responsabilità contrattuale (<sup>55</sup>).

Anche se la vicenda che coinvolge il *servicer* nei confronti degli investitori è decisamente simile a quella che collega la banca depositaria ai partecipanti al fondo, si ritiene che, in mancanza di una norma di riferimento nella legge, il tipo di responsabilità debba essere necessariamente qualificato come extra-contrattuale (<sup>56</sup>).

Ne consegue che gli investitori potranno attivarsi nei confronti del *servicer* per chiedere azione di danni a seguito dell'inadempimento dei doveri inerenti all'azione di controllo del *servicer*, dovendone, però, provare oltre all'inadempimento anche il carattere colposo.

## 9. Il *servicer* nella GACS

Nei paragrafi precedenti sono stati individuati i profili caratterizzati dell'attività di *servicing* la cui disciplina di riferimento è contenuta nella Legge 130 e nelle disposizioni secondarie della Banca d'Italia.

A queste regole se ne aggiungono altre quando l'operazione di cartolarizzazione è assistita dalla GACS (§ par. 7 del Capitolo I). Stante l'esistenza della garanzia pubblica (e quindi il rischio per lo Stato) il legislatore ha ritenuto, infatti, necessario prevedere delle regole aggiuntive in materia di *servicing* al fine di responsabilizzare ulteriormente il *servicer* e ridurre il rischio di escussione della garanzia. In particolare, il decreto legge 25 marzo 2019 n. 22 (<sup>57</sup>) ha profondamente inciso la disciplina del *servicer* nelle operazioni con

---

<sup>55</sup> Questa impostazione, tuttavia, incontra un limite di carattere pratico dal momento che i partecipanti al fondo dovranno provare l'inadempimento della banca e non anche il suo eventuale carattere colposo, rimanendo, così, esclusa la responsabilità solo nel caso in cui sia la stessa banca depositaria a provare la non colposità del proprio inadempimento. Cfr. R. COSTI, *Il mercato*, *op. cit.*.

<sup>56</sup> Cfr. M. SEPE, *op. cit.*. *Contra*, D. GALLETTI, *op. cit.*.

<sup>57</sup> Decreto legge 25 marzo 2019 n. 22, *Misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà*



GACS, prevedendo specifici meccanismi di penalizzazione nel caso in cui l'andamento dei recuperi non sia in linea con quelli indicati nel *business plan*.

Sul punto, il decreto legge stabilisce che qualora il rapporto tra gli incassi netti cumulati e gli incassi netti attesi in base al piano di recupero vagliato dall'agenzia di *rating* risulti inferiore al 100% per due date consecutive di pagamento degli interessi, ivi inclusa la data rilevante per l'escussione della GACS, la documentazione dell'operazione dovrà prevedere la sostituzione del *servicer*. Nel caso di sostituzione, non solo non saranno dovuti alcuna penale o alcun indennizzo al soggetto sostituito, ma questi avrà l'obbligo di collaborare ai fini di una rapida ed efficace sostituzione. La società cessionaria (i.e. l'SPV) dovrà inoltre fornire evidenza di aver adottato procedure idonee a consentire una rapida ed efficace sostituzione. Inoltre, il nuovo *servicer* non potrà essere collegato al soggetto sostituito.

Il decreto legge prevede, altresì, importati penalizzazioni anche con riferimento alle commissioni percepite dal *servicer*. Quest'ultime, in particolare, dovranno essere, in tutto o in parte, condizionate a obiettivi di *performance* nella riscossione o recupero dei crediti e nel caso in cui, a una determinata data di pagamento, il rapporto tra gli incassi netti cumulati e gli incassi netti attesi in base al *business plan* dell'operazione vagliato dalla agenzia di rating risulti inferiore al 90%, il pagamento delle somme dovute al *servicer* è differito, per la parte che rappresenta un ammontare non inferiore al 20% dei pagamenti complessivi, fino alla data di completo rimborso del capitale dei titoli *senior* ovvero alla data in cui il suddetto rapporto risulti superiore al 100% <sup>(58)</sup>.

---

*di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea, convertito in legge con modificazioni dalla L. 20 maggio 2019, n. 41.*

<sup>58</sup> Si evidenzia che questi meccanismi di penalizzazione sono stati temporaneamente sospesi nel corso della pandemia Covid-19. Con la sospensione delle attività



Inoltre, al fine di monitorare l'andamento dell'operazione, specifici obblighi di disclosure sono previsti in capo al *servicer*. In particolare, questo è tenuto a fornire i dati relativi al monitoraggio dell'andamento delle operazioni tramite una specifica piattaforma informatica secondo una tempistica almeno trimestrale.

In caso di omessa, incompleta o ritardata trasmissione dei dati senza giustificato motivo, ovvero nelle ipotesi in cui dai dati emergano delle situazioni di criticità, il MEF provvederà a informare la Banca d'Italia che potrà adottare i provvedimenti sanzionatori ritenuti opportuni <sup>(59)</sup>.

Le disposizioni elencate hanno inciso positivamente sulla *performance* delle operazioni con GACS; come si vedrà (§ Capitolo III) le cartolarizzazioni realizzate prima del varo del citato decreto legge presentano, infatti, andamenti mediamente peggiori rispetto a quelle realizzate dopo il 2019 (i.e. dopo l'entrata in vigore dello stesso).

---

giudiziarie disposta dal c.d. DL Cura Italia (i.e. DL 17 marzo 2020, n. 18), infatti, le attività di recupero sono state più difficili e lente; per questo con il c.d. Decreto Rilancio (i.e. DL 19 maggio 2020 n. 34) è stata prevista la possibilità per il MEF di autorizzare le modifiche contrattuali finalizzate a sospendere, temporaneamente, l'efficacia delle clausole che prevedono meccanismi di differimento della commissione variabile. In particolare, la modifica contrattuale poteva essere autorizzata dal MEF, previa verifica di CONSAP, al ricorrere delle seguenti condizioni: (a) le somme dovute al *servicer* maturino tra la data di entrata in vigore del Decreto Rilancio (i.e. 19 maggio 2020) ed il 31 luglio 2021; (b) le modifiche apportate al contratto non determinino un peggioramento del rating dei titoli *senior* e (c) la temporanea sospensione sia motivata dal rallentamento dei recuperi causato dalle misure normative introdotte per fronteggiare il COVID-19. Sul punto, si evidenzia, che nessuna richiesta di sospensione è stata richiesta al MEF.

<sup>59</sup> Cfr. art. 7 del Decreto MEF del 14/10/2019 in base al quale Il *servicer* fornisce i dati relativi al monitoraggio sull'andamento delle operazioni tramite la piattaforma informatica messa a disposizione da Consap (i.e. è la società – interamente partecipata dal MEF – che gestisce la GACS per conto del MEF, ndr) e con la frequenza, almeno trimestrale, da questi comunicata. I dati richiesti e la loro frequenza possono essere modificati o integrati, anche con riferimento ad una specifica operazione, previa comunicazione del Gestore ai soggetti interessati con un anticipo di almeno 30 giorni rispetto alla scadenza. In caso di omessa, incompleta o ritardata trasmissione dei dati senza giustificato motivo, ovvero laddove dagli stessi emergano situazioni di criticità, il Ministero, anche su segnalazione di Consap, provvede a darne informazione all'autorità di vigilanza competente.



## **10. Il *servicer* e la disciplina delle cartolarizzazioni in Europa: cenni**

Come anticipato, l'Italia è l'unico Paese europeo ad imporre l'obbligo di un *servicer* vigilato (banca o intermediario finanziario ex art. 106 TUB) nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazioni. In generale, negli altri Paesi europei le società incaricate della riscossione dei crediti ceduti nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazioni non sono soggette a normative di tipo prudenziale né possono assumere rischi in proprio. Nei paesi dove esiste una disciplina specifica delle cartolarizzazioni (ad es., Francia e Spagna), vi è una prevalenza del modello che utilizza i fondi comuni in qualità di SPV e identifica le società di gestione come i soggetti deputati a curare l'amministrazione delle operazioni.

In particolare, in Francia non è prevista la figura del *servicer* in operazioni di cartolarizzazione come in Italia. Le operazioni di cartolarizzazione vengono effettuate mediante lo strumento dei fondi di investimento.

L'AMF regola i veicoli di cartolarizzazione (*organisme de titrisation*, OT), introdotti dall'ordinanza n. 2008-556 del 13 giugno 2008. Si tratta di veicoli di cartolarizzazione il cui funzionamento è soggetto al regime dell'offerta al pubblico.

Più in dettaglio, un "*organisme de titrisation*" (OT) è un fondo di investimento il cui scopo è acquisire crediti e emettere obbligazioni o azioni o azioni rappresentative di tali crediti. Può assumere la forma di un fondo comune di cartolarizzazione (FCT) o di una società di cartolarizzazione (ST). Entrambe le forme sostituiscono il fondo comune per crediti (FCC).

FCT e ST possono, da un lato, gestire attivamente i crediti nelle attività del portafoglio (cessione di crediti non scaduti o scaduti), in particolare



attraverso strumenti finanziari a termine e, dall'altro, concludere contratti che trasferiscono rischi assicurativi.

Un *organisme de titrisation* è gestito da una società di gestione con un programma di attività specifico approvato dall'AMF, che è responsabile della gestione dell'organizzazione. Un custode è responsabile della conservazione di denaro e crediti.

L'*organisme de titrisation* non è approvato dall'AMF. Tuttavia, ogni offerta pubblica o ammissione alla negoziazione di titoli emessi su un mercato regolamentato è soggetta all'ottenimento di un visto preventivo, in conformità con l'istruzione AMF DOC-2011-01, apposto sul prospetto dell'*organisme de titrisation*.

Per presentare un'offerta al pubblico è necessario fornire all'AMF, oltre al prospetto, un documento, redatto da un'agenzia di rating, contenente una valutazione delle caratteristiche delle azioni e, ove applicabile, dei titoli di debito che l'organismo intende emettere (articolo L. 214-170 del codice monetario e finanziario).

L'istruzione DOC-2011-01 descrive le condizioni e le procedure per il rilascio del visto sul prospetto e le procedure di pubblicità per i titoli finanziari emessi da un veicolo di cartolarizzazione. Sono stati inoltre pubblicati dei chiarimenti sui contenuti e sulle condizioni di circolazione del prospetto e dei documenti periodici.

Per quanto riguarda la Spagna, invece, la cartolarizzazione viene effettuata tramite lo strumento dei fondi di cartolarizzazione (i cc.dd. "*Securitisation Funds*", "*fondos de titulización*", in breve "FT"). Il FT costituisce patrimonio separato, privo di personalità giuridica e con valore patrimoniale nullo.

I fondi di cartolarizzazione sono regolati dalla legge 5/2015. Il FT sono classificati in fondi chiusi (in cui fin dalla costituzione non vengono modificate le passività o le attività) e fondi aperti (in cui è previsto che



le attività, le passività o entrambe possano essere modificati dopo l'istituzione del fondo).

La gestione del FT è affidata a una società di gestione *specializzata* (società di gestione di fondi di cartolarizzazione, “*sociedad gestora de fondos de titulización*”) che avrà per oggetto la costituzione, l'amministrazione e la rappresentanza legale del FT e dei fondi del patrimonio bancario nei termini previsti dalla legge 9/2012 relativa alla ristrutturazione e risoluzione degli istituti di credito. Le società di gestione possono anche istituire, gestire e rappresentare fondi e veicoli *speciali* simili ai fondi di cartolarizzazione, costituiti all'estero, in conformità con le normative applicabili.

L'autorizzazione alle società di gestione di fondi di cartolarizzazione viene rilasciata dalla *National Securities Market Commission* spagnola (la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*).

In Spagna, la cartolarizzazione immobiliare è regolata dalla legge 19/1992, del 7 luglio, sul regime delle società e fondi di investimento immobiliare e sui fondi di cartolarizzazione dei mutui, e successivi aggiornamenti.

Nel 1998 è stato emanato il *Real Decreto* 926/1998 del 14 maggio per regolamentare i fondi di cartolarizzazione degli attivi e le società di gestione di fondi di cartolarizzazione.

Attualmente, sono disciplinati dal titolo III della legge 5/2015 per la promozione del finanziamento aziendale. Inoltre, la CNMV ha pubblicato la circolare 2/2016 sui principi contabili, i conti annuali, i rendiconti finanziari e le dichiarazioni riservate di informazioni statistiche dei fondi di cartolarizzazione che sviluppa il contenuto, la forma e altre condizioni per la preparazione e la pubblicazione degli obblighi di informativa finanziaria e contabile.



## 11. Il *servicer* nella disciplina europea sulle cartolarizzazioni

Come visto nel primo Capitolo, la disciplina europea delle cartolarizzazioni è stata oggetto di una profonda innovazione. Dal 1° gennaio 2019 è divenuto, infatti, applicabile il nuovo *framework* europeo in materia di cartolarizzazioni, composto da due regolamenti: il primo (Regolamento 2017/2401) modifica il CRR vigente, stabilendo nuove regole per la determinazione del requisito patrimoniale per le posizioni in cartolarizzazioni <sup>(60)</sup>; il secondo (Regolamento UE 2017/2402, Regolamento Cartolarizzazioni) razionalizza la disciplina applicabile a tutte le cartolarizzazioni <sup>(61)</sup> e definisce i requisiti per attribuire alle cartolarizzazioni lo *status* di operazioni semplici, trasparenti e standardizzate (c.d. cartolarizzazioni STS), che beneficiano di assorbimenti patrimoniali favorevoli rispetto a quelle più complesse e rischiose.

I nuovi regolamenti promuovono principalmente due obiettivi: in primo luogo, rivedere il trattamento prudenziale delle operazioni di cartolarizzazione attraverso un generale innalzamento dei fattori di ponderazione e in secondo luogo, armonizzare le regole chiave delle operazioni di cartolarizzazione quali, ad esempio, l'obbligo per l'investitore di effettuare attività di “*due diligence*” nonché quello di mantenere un interesse economico netto nella cartolarizzazione (il c.d. “*skin in the game*”).

---

<sup>60</sup> Il Regolamento, in particolare, prevede tre nuovi approcci per determinare il requisito prudenziale per le posizioni in cartolarizzazioni e definisce l'ordine con cui tali approcci devono essere applicati: a) il SEC-IRBA, basato sui *rating* interni; b) il SEC-SA, che rappresenta il nuovo approccio standardizzato; c) il SEC-ERBA, basato sui *rating* esterni.

<sup>61</sup> Con riferimento alla generalità delle cartolarizzazioni, il Regolamento riordina i requisiti di *due diligence*, *retention* e trasparenza e introduce il divieto di includere nel *pool* della cartolarizzazione altre operazioni di cartolarizzazione (ricartolarizzazioni).



### 11.1 Regolamento Cartolarizzazioni: il *servicer*

Il Regolamento 2017/2402 (Regolamento Cartolarizzazioni) disciplina, seppur in termini generali, il ruolo del *servicer* nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione e prevede specifiche caratteristiche quando lo stesso è coinvolto in cartolarizzazioni STS.

Il Regolamento Cartolarizzazioni definisce il *servicer* come “*il soggetto che gestisce un aggregato di crediti acquistati o l'esposizione creditizia sottostante su base giornaliera*”<sup>(62)</sup>.

Il considerando n. 7 dello stesso regolamento raccomanda, inoltre, che il *servicer* sia “*un gestore di patrimoni regolamentato, per esempio una società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), un gestore di fondi di investimento alternativi (AIFM) o un'entità di cui alla direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio*”.

Il considerando appena citato, quindi, raccomanda, ma senza prescriverne l'obbligo, che il *servicer* sia, di fatto, un GEFIA, un gestore di OICVM, una banca o una SIM. Si tratta, tuttavia, di un'indicazione non vincolante dal momento che i considerando non hanno natura prescrittiva, intendendo solo orientare l'interpretazione delle norme.

Che il ruolo di *servicer* non debba necessariamente essere ricoperto da uno dei soggetti sopra indicati trova peraltro conferma nella disciplina delle cartolarizzazioni STS, per le quali è esplicitato che il *servicer* può anche essere un soggetto diverso da quelli richiamati.

Il regolamento STS, infatti, stabilisce che il *servicer*, nelle cartolarizzazioni STS, abbia esperienza nella gestione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate e che abbia predisposto procedure di *risk management* ben documentate per la gestione delle esposizioni.

---

<sup>62</sup> Cfr. Art. 2, n. 13) del Regolamento Cartolarizzazioni.



Nel dettagliare tali disposizioni, gli Orientamenti dell'Autorità bancaria europea (EBA) sulle cartolarizzazioni STS <sup>(63)</sup>, ai fini della sussistenza dei predetti requisiti, distinguono, di fatto, tra soggetti vigilati (per i quali i presupposti sono *de facto* posseduti) e quelli non vigilati.

A titolo esemplificativo, per quanto attiene al requisito sul possesso delle politiche e procedure in materia di gestione del rischio, esso è soddisfatto quando si verifica una delle seguenti condizioni: a) se il *servicer* è un soggetto sottoposto a regolamentazione e vigilanza prudenziale nell'Unione, i relativi permessi o autorizzazioni regolamentari sono considerati sufficienti ai fini della gestione; b) se il *servicer* è un soggetto non sottoposto a regolamentazione e vigilanza prudenziale, deve essere fornita una prova dell'esistenza di tali politiche nonché della conformità delle stesse alle prassi di mercato. L'esistenza di tali presupposti dovrebbe essere verificata anche da un soggetto terzo come, ad esempio, un'agenzia di *rating* o un revisore esterno.

Alla luce di quanto sopra, le disposizioni della Legge 130/1999 sul *servicer* risultano più stringenti di quelle previste dalla normativa europea.

Tuttavia, nell'ambito della disciplina nazionale, il *servicer* possiede un ruolo più ampio di quello previsto dal *framework* europeo, dal momento che esso è il garante della legalità dell'operazione e può, in caso di cartolarizzazioni di UTP, erogare nuova finanza. Tale circostanza è alla base, quindi, della scelta di prevedere che il ruolo di *servicer* – nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione – sia ricoperto da una banca o un intermediario *ex art.* 106 TUB.

---

<sup>63</sup> EBA/GL/2018/08 on Guidelines on the STS criteria for ABCP securitization; EBAGL/2018/08 on the STS criteria for non-ABCP securitization.



## 11.2 *Opinion* EBA sulle cartolarizzazioni di NPL

Il ruolo del *servicer* è oggetto anche dell'*Opinion* EBA in materia di cartolarizzazioni NPL <sup>(64)</sup> ("*Opinion*"). Si tratta di un documento con cui l'EBA raccomanda alla Commissione europea - nell'ambito del Piano d'azione del Consiglio per ridurre il fenomeno dell'accumulo dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche europee - di rivedere alcune previsioni del nuovo *framework* europeo in materia di cartolarizzazioni al fine di tenere conto della particolare natura degli NPL.

Oltre alle proposte finalizzate alla rimozione degli ostacoli normativi, l'*Opinion* suggerisce alcune modifiche al Regolamento Cartolarizzazioni volte ad allineare le regole alla prassi delle cartolarizzazioni di NPL. In particolare, secondo l'EBA il regolamento citato dovrebbe essere modificato includendo il *servicer* tra i soggetti obbligati ad assolvere l'obbligo di *retention* di cui all'art. 6 del Regolamento Cartolarizzazioni <sup>(65)</sup>.

In base a quanto osservato dall'EBA, infatti, a differenza delle cessioni di crediti *performing*, nelle cartolarizzazioni di NPE il *servicer* (che, invece, nelle cartolarizzazioni di crediti *performing* è di norma lo stesso *originator*) partecipa all'investimento nell'operazione mediante sottoscrizione di parte dei titoli *mezzanine* e *junior* emessi dalla società veicolo. Questa circostanza, secondo l'EBA, potrebbe giustificare l'inclusione del *servicer* nel novero dei soggetti che possono assolvere l'obbligo di *retention* dal momento che gli interessi del *servicer*

---

<sup>64</sup> EBA Op-2019-13, *Opinion of the European Banking Authority to the European Commission on the Regulatory Treatment of Non-Performing Exposure Securitizations*, 23 ottobre 2019

<sup>65</sup> Il Regolamento Cartolarizzazioni, ricalcando in larga parte la disciplina previgente, impone al "cedente", allo "*sponsor*" o al "prestatore originale" di mantenere un interesse economico minimo nell'operazione di cartolarizzazione non inferiore al 5% del valore nominale delle esposizioni sottostanti o delle posizioni verso la cartolarizzazione.



risultano, in questo caso, interamente allineati a quelli degli altri investitori <sup>(66)</sup>.

Tale raccomandazione, è stata riflessa nel c.d. Quick Fix cartolarizzazioni del marzo 2021 <sup>(67)</sup>; in questo contesto, considerato il nuovo ruolo attribuito ai *servicer* delle cartolarizzazioni di NPL, sono stati previsti in capo a questi soggetti requisiti analoghi a quelli previsti per i *servicer* di cartolarizzazioni STS. È richiesto, quindi, che tali soggetti abbiano esperienza nella gestione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate e che abbiano predisposto procedure di risk management ben documentate per la gestione delle esposizioni.

---

<sup>66</sup> Cfr. par. 3.4 dell'*Opinion*, in cui l'EBA raccomanda che “*the independent servicer be entitled to discharge the retention obligation where its interests in the successful workout of the assets are appropriately aligned with those of the investors in the bonds (“skin in the game”)*”. Il successo delle operazioni aventi ad oggetto crediti non performing è, infatti, fortemente correlato alla capacità dell'attività di workout del *servicer* di generare flussi (mediante inter alia la predisposizione di un *business plan* accurato) pertanto, a differenza delle cartolarizzazioni performing, il soggetto che gestisce l'attività di workout potrebbe essere quello con l'interesse più allineato a quello degli investitori.

<sup>67</sup> Si tratta del pacchetto costituito dal Regolamento (UE) 2021/557 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 marzo 2021 che modifica il regolamento (UE) 2017/2402 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19 e dal Regolamento (UE) 2021/558 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 marzo 2021 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda gli adeguamenti del quadro sulle cartolarizzazioni per sostenere la ripresa economica in risposta alla crisi COVID-19.



### CAPITOLO III

#### **L'ATTIVITA' DI *SERVICING* IN OTTICA DINAMICA: LA PERFORMANCE DEI *SERVICER* NELLE GACS E LA NUOVA DIRETTIVA SUI *SERVICER***

**SOMMARIO:** 1. La *performance* dei *servicer* nelle operazioni assistite da GACS: premessa; 2. Struttura del comparto dei *servicer*; 3. Campione di operazioni analizzate e caratteristiche; 3.1. *Tranching* delle operazioni del campione; 3.2. Utilizzo della GACS: gruppi bancari più attivi; 3.3. Rimborsi delle *tranche senior*; 4. Analisi dell'andamento dei recuperi; 4.1 Status dei trigger di *performance*; 4.2. L'analisi della Banca d'Italia; 4.3. La *performance* dei *servicer*; 5. L'andamento dei recuperi pre e post Covid-19; 6. Il mercato del *servicing*: dicotomia tra normativa e prassi e *enforcement* della Banca d'Italia; 7. Riflessioni sull'applicazione della Legge 130.

\*\*\*

Fino a questo momento, dell'attività di *servicing* si è offerta una descrizione per così dire statica; si è cercato, cioè, di ricostruire il complesso e variegato quadro normativo che disciplina questo fenomeno senza offrire un'analisi del mercato dei *servicer*. Obiettivo di questo capitolo è quindi quello di fornire una visione "dinamica" dell'attività di *servicing* attraverso la descrizione delle prassi di mercato e della *performance* dei *servicer* mediante l'analisi dell'andamento delle operazioni di cartolarizzazioni da essi gestite (§ 1). A tal fine, saranno oggetto di analisi le cartolarizzazioni assistite da GACS; la scelta di concentrarsi su queste operazioni è legata all'esistenza di dati pubblici che consentono di effettuare una valutazione dello stato di salute di queste operazioni nonché di misurare la *performance* dei *servicer* che le gestiscono.

Il capitolo, quindi, offre una descrizione del comparto dei *servicer* (§ 2) al fine di inquadrare il tipo di operatori attivi in questo mercato nonché il relativo numero; dalle analisi, come si vedrà, emerge che si tratta di un mercato molto concentrato caratterizzato da un numero molto ridotto di operatori (solo cinque) che, alla data del 30 dicembre 2021, gestiscono trentacinque operazioni assistite da GACS.

Ai fini dell'analisi, di queste trentacinque operazioni ne sono state selezionate ventisette, vale a dire tutte quelle realizzate da febbraio 2016 (anno di attivazione della GACS) fino al 30 dicembre 2019. La scelta di circoscrivere l'analisi a queste operazioni è dovuta alla volontà di escludere operazioni troppo recenti sulle quali sono disponibili informazioni parziali e comunque poco significative considerato che si tratta di operazioni di recentissima emissione.

Del campione di operazioni scelte viene fornita una descrizione prima statica (§ 3) – vale a dire delle caratteristiche in fase di emissione – e poi dinamica (§ 4) attraverso l'analisi dell'andamento dei recuperi che consente, peraltro, di operare un confronto tra i *servicer* impegnati in questa attività.

In particolare, queste analisi intendono misurare la *performance* dei *servicer* prevalentemente attraverso un parametro definito CCR (*cumulative collection ratio*) che confronta le somme effettivamente recuperate dal *servicer* con quelle stimate nel *business plan* dallo stesso redatto. In questo senso, valori del CCR inferiori al 100% rivelano, come si vedrà, sia la non efficacia della strategia di recupero del *servicer* sia l'incapacità di quest'ultimo di redigere piani di recupero realistici.

Le analisi – che sono state condotte avendo come riferimento temporale il 30 dicembre 2020 – dimostrano che ben sedici delle ventisette operazioni con GACS presentano ritardi nell'attività di recupero. Il 2020, tuttavia, è anche l'anno della pandemia da Covid-19, per questo



l'analisi è stata condotta anche utilizzando i dati del 2019 al fine di confrontare l'andamento dei recuperi e capire se e in che misura la pandemia abbia influenzato l'andamento di queste operazioni (§ 5). Il quadro che ne deriva non è, in effetti, confortante; le operazioni che passano nella “zona rossa” (i.e. CCR inferiore a 100%) passano a diciannove, con un diffuso peggioramento delle altre operazioni che già avevano accumulato ritardo. Come si vedrà, il Covid-19 ha, infatti, inciso profondamente sull'andamento di queste operazioni costringendo i *servicer* a cambiare radicalmente le proprie strategie di recupero.

A questo quadro non roseo, si aggiungono poi le evidenze della Banca d'Italia (§ 6) che ha riscontrato, sull'attività di *servicing*, l'esistenza di una prassi di mercato molto lontana dall'impianto della Legge 130 e caratterizzata dallo svuotamento del ruolo *servicer*, che certo si riflette anche sull'andamento delle operazioni. Questa circostanza, come si vedrà, ha spinto l'Autorità di vigilanza ad adottare provvedimenti tesi a richiamare i *servicer* al rispetto delle regole e alla responsabilità delle operazioni da essi gestite.

Infine, nell'ultimo paragrafo si cercherà di spiegare le ragioni che hanno spinto il mercato ad adottare comportamenti così distanti dal quadro regolamentare (§ 7).

## **1. La performance dei servicer nelle operazioni assistite da GACS: premessa**

Nell'ottica di fornire una descrizione dinamica dell'attività dei *servicer* occorre analizzare l'andamento delle operazioni da essi gestite anche al fine di dimostrare l'assunto iniziale di questo elaborato: vale a dire che il successo (o l'insuccesso) dell'operazione di cartolarizzazione dipende dal *servicer* e, in particolare, dalla capacità di quest'ultimo di



redigere *business plan* veritieri e di estrarre valore – attraverso l'attività di recupero – dai crediti oggetto della cartolarizzazione <sup>(1)</sup>.

Per valutare, quindi, la *performance* degli operatori non si può prescindere dall'analisi della *performance* delle operazioni; in quest'ottica verrà analizzato un campione di cartolarizzazioni assistite dalla GACS. La scelta di concentrarsi su queste operazioni è legata all'esistenza di dati pubblici sull'andamento delle stesse che consentono di misurare l'efficacia del *servicer* nell'azione di recupero <sup>(2)</sup>.

Peraltro, l'utilizzo di queste operazioni rende la *performance* degli operatori anche confrontabile e misurabile alla luce dell'omogeneità dei crediti oggetto di recupero.

Come in precedenza evidenziato, infatti, la GACS può essere concessa solo su crediti classificati “in sofferenza”; in questo senso, quindi, tutti i *servicer* di cartolarizzazioni con GACS sono chiamati a “recuperare” asset aventi le medesime caratteristiche per cui le eventuali differenze di *performance* tra gli stessi potranno essere ascritte solo all'efficacia dell'azione di recupero e non alla qualità del portafoglio sottostante la cartolarizzazione.

Inoltre, le operazioni con GACS – a causa della loro complessità e delle relative implicazioni sul piano dell'interesse pubblico – sono gestite da

---

<sup>1</sup> Peraltro, la capacità di recupero dei *servicer* è stata oggetto anche di una serie di articoli sulla stampa *specializzata* che ha evidenziato un rallentamento dell'attività dei flussi di recupero – talvolta attribuiti a comportamenti opportunistici dei *servicer* - con possibili risvolti negativi per lo Stato e per gli altri investitori. Sul punto cfr. Il Sole24ore, “NPL tremano le garanzie statali. Verso il cambio dei recuperatori”, 14 ottobre 2021, pag. 27 in cui si legge che “[...] *che molti Servicer per l'ottenimento dell'incarico (e pressati dalle banche che volevano vendere a prezzi elevati i loro NPL) avevano promesso nei Business plan di alcune operazioni (soprattutto le prime recuperi dei crediti un po' troppo ottimisti*”.

<sup>2</sup> In particolare, dell'andamento delle operazioni con GACS è dato conto annualmente dal MEF alle Camere attraverso un'apposita relazione pubblicata sul sito della Camera dei Deputati e del Senato della Repubblica.



un numero di *servicer* circoscritto che rappresenta, in termini di volumi gestiti, un campione estremamente rappresentativo della categoria.

## 2. Struttura del comparto dei *servicer* di GACS

In base ai dati del 30 giugno 2021, sono iscritti all'albo degli intermediari finanziari ex art. 106 TUB nove *servicer* in operazioni di cartolarizzazione <sup>(3)</sup> (cfr. Tabella 1). Gli intermediari svolgono quasi esclusivamente l'attività di *servicing*; solo in alcuni casi l'operatività è estesa anche alla concessione di finanziamenti a beneficio delle cartolarizzazioni di crediti *unlikely to pay*.

Dei nove *servicer* iscritti all'albo ben sei sono impegnati nella gestione di operazione di cartolarizzazioni assistite da GACS; si tratta di Cerved *Master servicer*, IFIS NPL *Servicing*, Italfondario, Prelios credit *servicing*, Master Gardant (ex Credito Fondiario) e Zenith Service.

Tabella 1: Comparto dei *servicer*

Denominazione	Vertice di controllo
AQUILEIA C.S.	Private equity
CENTOTRENTA S.	Privato
CERVED M.S.	Gruppo ind. estero
IBL <i>SERVICING</i> *	Gruppo bancario IBL
IFIS NPL <i>SERVICING</i>	Gruppo bancario IFIS
ITALFONDARIO	Private equity
MASTERGARDANT*	Fondo hedge
PRELIOS C.S.	Private equity
ZENITH SERVICE	Private equity

\*\* In blu chiaro i *servicer* di GACS

\*\*Dati pubblici, elaborazione personale

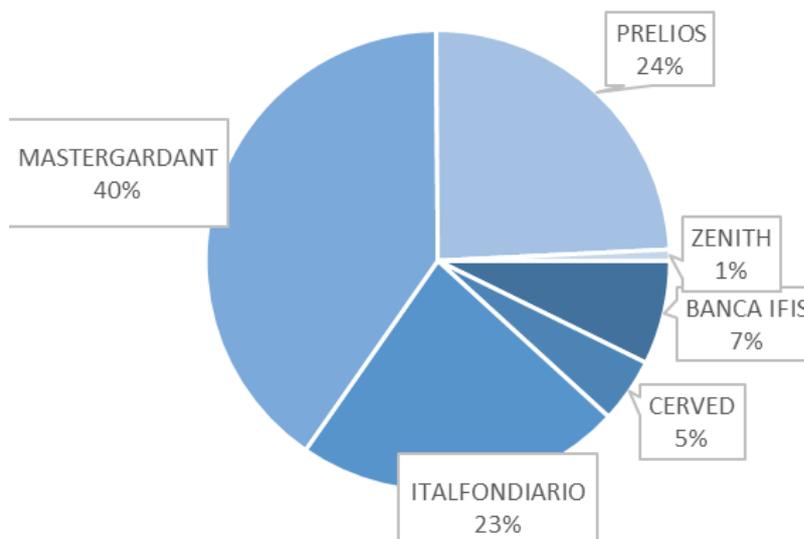
Il numero ridotto di operatori impegnato in questa specifica tipologia di transazioni è dovuto alla peculiarità di queste operazioni che richiedono un elevato grado di *specializzazione*.

<sup>3</sup> Si tratta di soggetti in prevalenza di proprietà estera (quasi sempre la proprietà fa capo a fondi di private equity, come nel caso di Italfondario, Prelios, Zenith). L'interesse degli investitori esteri è legato alla possibilità di accedere, con l'attività di *servicing*, al mercato italiano dei NPL.

Il mercato risulta, quindi, particolarmente concentrato soprattutto se si considera che – dall'introduzione nell'ordinamento italiano dello schema di garanzia GACS sino alla data del 31 marzo 2021 – lo Stato Italiano ha concesso la garanzia pubblica su ben trentacinque operazioni di cartolarizzazione; di queste, in particolare, sedici sono gestite da Prelios, tre da Cerved, cinque da *Master Gardant*, otto da Italfondionario, due da IFIS e una da Zenith.

In termini assoluti, quindi, è Prelios a gestire il maggior numero di operazioni; tuttavia se si prende in considerazione il *gross book value* (GBV) delle cartolarizzazioni gestite è *MasterGardant* il *servicer* che gestisce la quota di mercato più rilevante <sup>(4)</sup> (cfr. Grafico 2).

**Grafico 1: Livello di concentrazione del mercato in base al GBV dei crediti gestiti**



\*Dati pubblici, elaborazione personale

<sup>4</sup> Tale circostanza è dovuta al fatto che *MasterGardant* gestisce una delle cartolarizzazioni più grandi del mercato, vale a dire quella originata da Monte dei Paschi di Siena il cui GBV ammonta a circa 24 miliardi di euro.



### 3. Campione di operazioni analizzate e caratteristiche

Al fine di analizzare la *performance* dei *servicer* impegnati nelle operazioni assistite da GACS si è deciso di selezionare, delle trentacinque operazioni esistenti, un campione di ventisette operazioni, vale a dire quelle concesse dal MEF dal 2016 – anno di attivazione della GACS – al 31 dicembre 2020.

La scelta di circoscrivere l'analisi a queste operazioni è dovuta alla volontà di escludere operazioni troppo recenti sulle quali sono disponibili informazioni parziali e comunque poco significative considerato che si tratta di operazioni di recentissima emissione.

La lista delle operazioni oggetto di analisi è riportata nella seguente Tabella 2, nella quale sono elencati i nomi delle banche cedenti, del veicolo di cartolarizzazione (i.e. la SPV), il *servicer* il GBV dei crediti ceduti, il valore nominale dei titoli emessi, il valore nominale dei titoli *senior* e la quota di *senior* garantita dallo Stato al 31 dicembre 2020.

Si evidenzia che i dati riportati nella Tabella, così come quelli indicati nel proseguo di questo paragrafo, sono pubblici e reperibili nelle relazioni del MEF alle Camere sulle GACS e nel Rapporto della Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria <sup>(5)</sup>.

**Tabella 2: Campione delle operazioni analizzate**

n.	Banca Cedente	Cessionaria - SPV	Servicer	GBV dei crediti	Valore nominale dei titoli emessi	Valore nominale titoli <i>senior</i> emessi	Garantito al 31 dicembre 2020
1	BANCA POPOLARE DI BARI S.C.p.A. decorrenza garanzia 25/01/2017	POPOLARE BARI NPLS 2016 S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 479.889.367	€ 150.535.000	€ 126.500.000	€ 76.712.447
2	GRUPPO BANCA CARIGE (CARIGE SPA - BANCA CESARE PONTI S.p.A. - BANCA MONTI DI LUCCA S.p.A.) decorrenza garanzia 09/08/2017	BRISCA SECURITISATION S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICING S.p.A.	€ 961.084.448	€ 309.700.000	€ 267.400.000	€ 149.399.957
3	CREDITO VALTELLINESE S.p.A. + CREDITO SICILIANO S.p.A. decorrenza garanzia 11/08/2017	ELROND NFL 2017 S.r.l.	CERVED MASTERSERVICES S.p.A.	€ 1.368.077.665	€ 526.500.000	€ 464.000.000	€ 297.617.020
4	UNICREDIT S.p.A. decorrenza garanzia 20/12/2017	FINO 1 SECURITISATION S.r.l.	ITALFONDIARIO S.p.A.	€ 5.376.000.000	€ 769.951.000	€ 650.000.000	€ 250.295.500

<sup>5</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze, Relazione sull'andamento delle operazioni assistite dalla garanzia dello stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS) e sugli obiettivi di *performance* collegati e Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 1 – 2021.



5	BANCA POPOLARE DI BARI S.p.A. E CASSA RISPARMIO ORVIETO S.p.A. decorrenza garanzia 11/01/2018	POPOLARE BARI NPLs 2017 S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 321.037.051	€ 104.450.000	€ 80.900.000	€ 64.166.270
6	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A., MPS CAPITAL SERVICES BANCA S.p.A. e MPS LEASING & FACTORING, BANCA PER I SERVIZI FINANZIARI ALLE IMPRESE S.p.A. decorrenza garanzia 28/06/2018	SIENA NPL 2018 S.r.l.	MASTERGARDANT S.p.A.	€ 24.071.000.000	€ 4.330.800.000	€ 2.918.200.000	€ 1.888.632.472
7	CREDITO VALTELLINESE S.p.A. + CREDITO SICILIANO S.p.A. decorrenza garanzia 05/09/2018	ARAGORN NPL 2018 S.r.l.	MASTERGARDANT S.p.A.	€ 1.670.572.602	€ 586.346.000	€ 509.524.000	€ 432.333.541
8	BANCA POPOLARE DI MILANO S.p.A. e BANCO BPM S.p.A. decorrenza garanzia 05/09/2018	RED SEA SPV S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 5.097.000.000	€ 1.860.381.000	€ 1.656.504.000	€ 1.078.765.133
9	BANCO DI SARDEGNA S.p.A. decorrenza garanzia 05/09/2018	4MORI SARDEGNA S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 1.044.643.622	€ 253.000.000	€ 232.000.000	€ 191.548.970
10	BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA S.p.A. e BANCA POPOLARE DI SPOLETO S.p.A. decorrenza garanzia 05/09/2018	2WORLDS S.r.l.	CERVED MASTERSERVICES S.p.A.	€ 1.001.646.297	€ 327.700.000	€ 288.500.000	€ 204.667.264
11	ICCREA BANCA (23 originators) decorrenza garanzia 05/09/2018	BCC NPLs 2018 S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 1.046.318.450	€ 323.860.000	€ 282.000.000	€ 222.139.130
12	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.p.A. (I tranches) decorrenza garanzia 20/12/2018*	JUNO 1 S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 956.510.084	€ 163.928.354	€ 136.000.000	€ 85.695.858
13	CASSA DI RISPARMIO DI ASTI S.p.A. e BIVERBANCA S.p.A. decorrenza garanzia 11/09/2018*	MAGGESE S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 697.182.512	€ 206.630.000	€ 170.809.000	€ 131.601.136
14	GRUPPO UBI e IWBANK S.p.A. decorrenza garanzia 28/09/2018*	MAIOR SPV S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 2.748.769.190	€ 715.400.000	€ 628.500.000	€ 457.788.680
15	BANCA AGRICOLA POPOLARE DI RAGUSA decorrenza garanzia 18/01/2019	IBLA S.r.l.	ITALFONDIARIO S.p.A.	€ 348.598.448	€ 97.500.000	€ 85.000.000	€ 63.105.148
16	BPER BANCA S.p.A., CASSA DI RISPARMIO DI BRA S.p.A., CASSA DI RISPARMIO DISALUZZO S.p.A. decorrenza garanzia 18/01/2019	AQUI SPV S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 2.082.000.000	€ 618.452.000	€ 544.700.000	€ 421.096.939
17	BANCA POPOLARE DI BARI S.p.A. (n.17 cedenti) decorrenza garanzia 18/01/2019	POP NPLs 2018 S.r.l.	CERVED MASTERSERVICES S.p.A.	€ 1.578.000.000	€ 491.780.000	€ 426.000.000	€ 334.673.196
18	BANCA CARIGE (II tranches) decorrenza garanzia 05/03/2019	RIVIERA NPL S.r.l.	MASTERGARDANT S.p.A.	€ 964.000.000	€ 215.000.000	€ 175.000.000	€ 130.625.097
19	ICCREA BANCA (73 originators) decorrenza garanzia 05/03/2019	BCC NPLs 2018-2 S.r.l.	ITALFONDIARIO S.p.A.	€ 1.954.152.471	€ 558.172.080	€ 478.000.000	€ 443.568.977
20	BANCO BPM S.p.A. decorrenza garanzia 26/03/2019*	LEVITICUS SPV S.r.l.	MASTERGARDANT S.p.A.	€ 7.384.789.544	€ 1.910.425.000	€ 1.440.033.000	€ 1.121.702.329
21	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.p.A. (II tranches) decorrenza garanzia 27/06/2019*	JUNO 2 S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 968.202.660	€ 264.754.736	€ 204.000.000	€ 157.199.486
22	UNICREDIT S.p.A. (II tranches) decorrenza garanzia 18/12/2019	PRISMA SPV S.r.l.	ITALFONDIARIO S.p.A.	€ 6.056.291.974	€ 1.320.000.000	€ 1.210.000.000	€ 1.016.688.008
23	Unione di Banche Italiane - UBI Banca (II tranches). Decorrenza garanzia 25/03/2020	ISEO S.r.l.	ITALFONDIARIO S.p.A.	€ 857.576.786	€ 373.459.000	€ 335.000.000	€ 291.174.464
24	Banche Popolari Decorrenza garanzia 27/04/2020	Pop NPLs 2019 S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 826.700.000	€ 203.000.000	€ 173.000.000	€ 145.765.986
25	ICCREA Banca S.p.A. (68 originators). Decorrenza garanzia 25/03/2020	BCC NPLs 2019 S.r.l.	ITALFONDIARIO S.p.A.	€ 1.324.534.352	€ 421.200.000	€ 355.000.000	€ 341.385.304
26	Banca Popolare di Sondrio S.p.A. (Decorrenza garanzia 12/08/2020)	DIANA SPV S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 999.717.421	€ 273.651.000	€ 235.000.000	€ 169.351.489
27	BPER Banca S.p.A. Banco di Sardegna S.p.A. Cassa di Risparmio di Bra S.p.A. (Decorrenza garanzia 16/10/2020)	Spring SPV S.r.l.	PRELIOS CREDIT SERVICES S.p.A.	€ 1.377.209.222	€ 343.400.000	€ 320.000.000	€ 228.470.400
				73.561.504.166	17.719.975.170	14.391.570.000	10.396.170.198

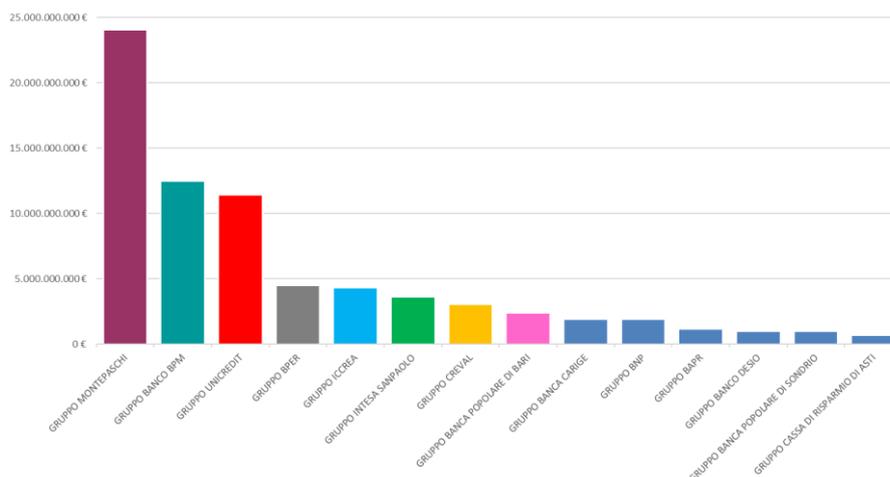
\*Dati pubblici disponibili nella Relazione al MEF alle Camere sull'andamento delle operazioni assistite dalla garanzia dello stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS) e sugli obiettivi di *performance* collegati.

Dalla tabella precedente risulta che il valore nominale dei crediti (cd. *gross book value*, GBV) ceduti dalle banche oggetto delle operazioni ivi elencate è pari a circa € 73 miliardi, a fronte dei quali sono stati emessi titoli per di € 17,7 miliardi.

La differenza tra questi due valori - pari a circa € 56 miliardi - rappresenta l'ammontare complessivo delle rettifiche e degli sconti di cessione operati sui portafogli (cd. *net book value*, NBV). In media lo sconto applicato ai crediti oggetto delle operazioni è stato pari al 76%. Inoltre, ventidue operazioni sono di tipo “single originator”, vale a dire cartolarizzazioni in cui i crediti sono stati ceduti da un solo originator ovvero da più soggetti appartenenti allo stesso gruppo bancario. Le restanti cinque operazioni assumono, invece, la forma di “multi-originator”<sup>(6)</sup> e in questo caso gli originator coinvolti sono banche di media dimensione che per sostenere i costi di struttura associati alle operazioni e per raggiungere la dimensione necessaria di portafoglio per la cartolarizzazione.

I termini di GBV, l'operazione più grande è quella di MPS nella quale sono stati ceduti crediti per un ammontare lordo pari quasi a 25 miliardi. Seguono poi BPM e Unicredit (Grafico 2).

**Grafico 2: Dimensione delle cartolarizzazioni in termini di GBV**



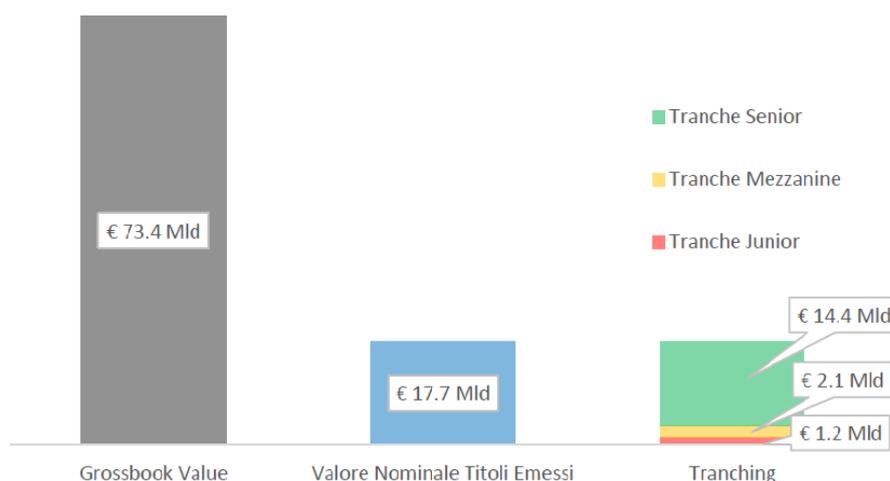
\* Dati pubblici elaborazione personale

<sup>6</sup> Le operazioni “multi-originator” hanno visto la partecipazione di un numero molto elevato di cedenti; nelle due cartolarizzazioni maggiori (per numero di *originator*) i cedenti si sono attestati rispettivamente a 68 e 73 unità.

### 3.1 *Tranching* delle operazioni del campione

Le ventisette operazioni (di ammontare pari a € 17,7 miliardi) si caratterizzano per il seguente *tranching*: (i) 14,4 miliardi *tranche senior*; (ii) 2,1 miliardi *tranche mezzanine*; (iii) 1,2, *tranche junior*. Le *tranche mezzanine* e *junior* – quelle che assorbono per prime le eventuali perdite da rischio di credito (cd. *credit enhancement*) proteggendo dal rischio i titoli di classe *senior* – alla data di emissione ammontavano complessivamente a € 3,3 miliardi (Grafico 3).

**Grafico 3: Dati relativi alle cartolarizzazioni assistite da GACS al momento dell'emissione della garanzia.**



\* Dati pubblici elaborazione personale

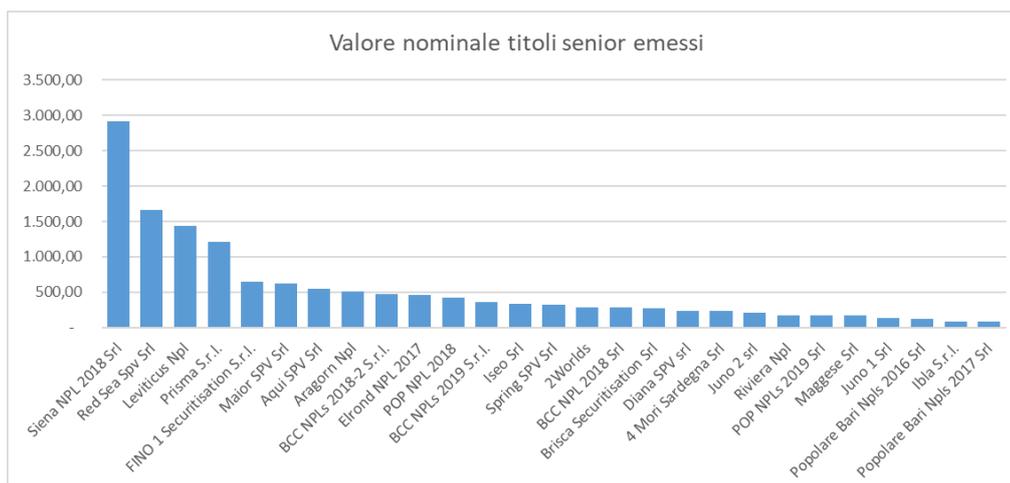
Lo “spessore” delle *tranche senior* è molto importante per stimare il rischio di concentrazione dello Stato garante nei confronti delle sue controparti.

Dai dati disponibili risulta che: le prime otto operazioni per dimensione della *tranche senior* all'emissione <sup>(7)</sup> (valore complessivo di 9,6 miliardi) assorbono il 66% circa della garanzia GACS. L'operazione di

<sup>7</sup> Operazioni per le quali la *tranche senior* all'emissione era superiore a 500 milioni di euro.

maggiori dimensioni è Siena NPL 2017 che presenta un valore della *tranche senior* alla data di emissione pari a € 2,9 miliardi. Seguono le due operazioni realizzate da Banco BPM nel 2018 e nel 2019 (i.e. Read Sea e Leviticus) rispettivamente pari ad € 1,7 miliardi ed € 1,4 miliardi, quelle realizzate da Unicredit nel 2017 e nel 2019 (i.e. Fino e Prisma) rispettivamente pari a € 0,7 miliardi e € 1,2 miliardi, quella realizzata da UBI nel 2018 (i.e. Maior) di € 0,6 miliardi. Le restanti ventuno operazioni si caratterizzavano per valori all'emissione dei titoli *senior* inferiori a € 0,6 miliardi (Grafico 4).

**Grafico 4: valore della *tranche senior* all'emissione**



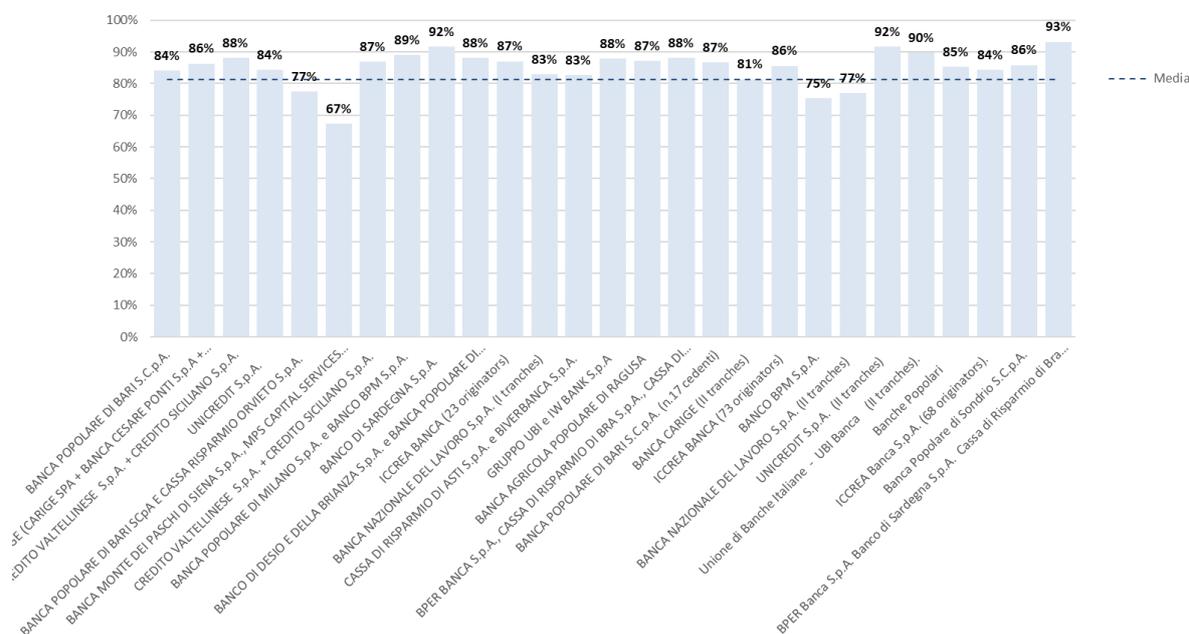
\* Dati pubblici elaborazione personale

Lo spessore della *tranche senior* rispetto al totale dei titoli cartolarizzati è molto importante per stimare il rischio dello Stato garante che è direttamente proporzionale alla dimensione della *tranche senior*. In altre parole, tanto maggiore è lo spessore relativo delle *tranche senior*, tanto maggiore è il rischio per lo Stato poiché tanto maggiore è lo spessore relativo delle *tranche senior*, tanto minore – a parità di altri fattori, quali ad esempio la qualità del portafoglio sottostante – risulta



il credit enhancement fornito dalle *tranche mezzanine e junior* <sup>(8)</sup>. Con riferimento alle singole cartolarizzazioni, tale indicatore assume un valore minimo del 67% con l'operazione di MPS del 2017 (i.e. Siena NPL 2018) e il valore massimo del 93% con l'operazione di BPER del 2020 (i.e. Spring SPV) (cfr. grafico 5).

**Grafico 5: Spessore delle *tranche senior* per ciascuna operazione**



\* Dati pubblici elaborazione personale

Le *tranche senior* delle operazioni con GACS vengono di norma sottoscritte dalle stesse banche originator per una duplice ragione. La prima è che la sottoscrizione di queste note è neutrale dal punto di vista degli assorbimenti patrimoniale; infatti l'esistenza della garanzia

<sup>8</sup> Come evidenziato in più occasioni nel corso di questo elaborato, il *tranching* del portafoglio, inoltre, rappresenta una delle leve con cui è possibile aumentare il merito creditizio dei titoli di classe *senior*. Attraverso l'opportuno dimensionamento del *credit enhancement* fornito dai titoli subordinati (i.e. incrementando lo spessore relativo dei titoli non-*senior*), è stato possibile rispettare i requisiti minimi di rating previsti dalla legge che istituisce la GACS (i.e. BBB- fino al 2019 e BBB successivamente) per il rilascio della garanzia.



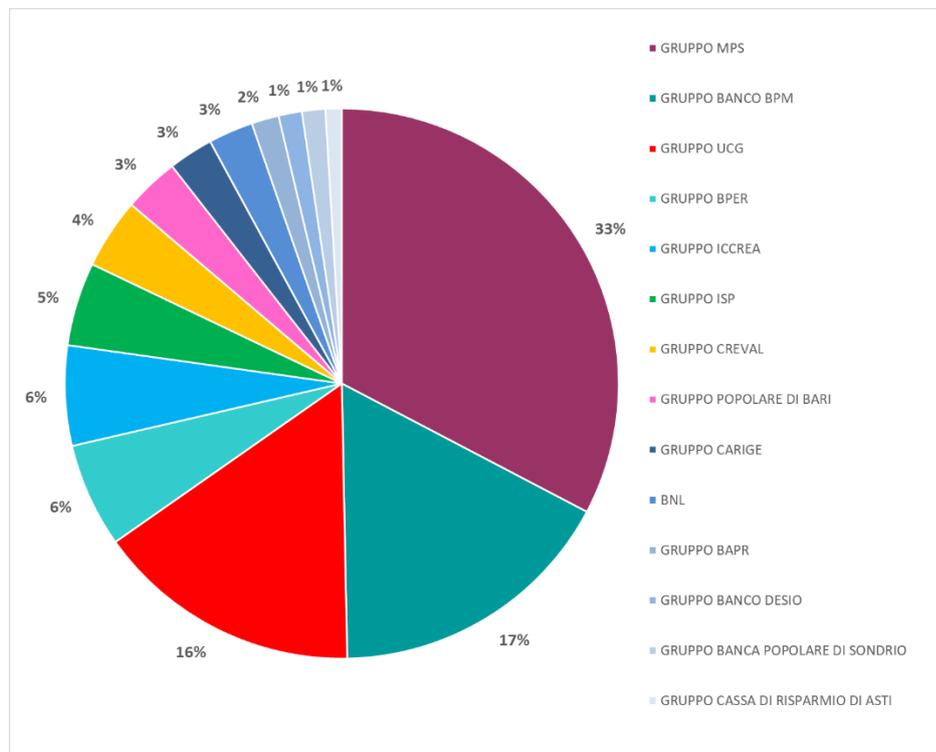
pubblica consente l'azzeramento dei fattori di ponderazione - e quindi del requisito patrimoniale - che le banche devono calcolare a fronte della loro esposizione verso questi titoli. La contropartita di questa neutralità è rappresentata dalla scarsa redditività di questi titoli a cui sono associati rendimenti, considerata la scarsa rischiosità degli stessi, simili a quelli di un titolo di stato quinquennale.

La seconda ragione per cui le note *senior* sono sottoscritte dalle banche originator è legata proprio a questa circostanza. A causa dello scarso rendimento di questi titoli, infatti, gli investitori istituzionali sono poco interessati all'acquisto degli stessi che risultano, in definitiva, difficilmente collocabili sul mercato. Questo vale soprattutto per quegli investitori non soggetti a requisiti patrimoniali (come i fondi di investimento) la cui ragione di investimento è legata solo alla dimensione speculativa di questi titoli e quindi al loro potenziale elevato rendimento.

### **3. 2 Utilizzo della GACS: gruppi bancari più attivi**

I dati disponibili consentono anche di tracciare una mappa dei gruppi bancari più attivi nel mercato delle cartolarizzazioni con GACS. Dagli stessi risulta che il gruppo che le ha utilizzate maggiormente è quello facente capo a Monte dei Paschi di Siena (una sola operazione, pari al 33% della garanzia pubblica). Segue il Banco Popolare di Milano (con due operazioni che rappresentano il 17% della garanzia pubblica sinora rilasciata), e Unicredit (due operazioni e 16% della garanzia); i rimanenti gruppi bancari, singolarmente considerati, con le loro operazioni hanno assorbito quote di GACS inferiori al 10% (cfr. grafico 6).

**Grafico 6: Valore alla data di emissione del complesso di titoli *senior* per ciascun *originator***



\* Dati pubblici elaborazione personale

### 3.3 Rimborsi delle *tranche senior*

Infine, come risulta dall'ultima colonna della Tabella 2, l'attività di recupero finora svolta dai *servicer* (che verrà approfondita nei paragrafi seguenti) ha consentito di effettuare dei rimborsi sulla *tranche senior* di tutte le operazioni che ne hanno, quindi, diminuito il valore e il rischio per lo Stato. A seguito dei rimborsi di capitale effettuati fino al 31 dicembre 2020, si è infatti, passati da un valore complessivo di € 14,4 miliardi a € 10,4 miliardi.

L'operazione attualmente caratterizzata dalla *tranche senior* di maggiori dimensioni rimane quella realizzata da MPS (i.e. Siena NPL 2108) con un valore corrente di € 1,9 miliardi. Seguono, anche in questo



caso, le due operazioni di Banco BPM (i.e. Read Sea e Leviticus) con una *senior* residua di € 1,1 miliardi circa l'una, Unicredito (i.e. Fino 1) Di € 1,0 miliardi. Le restanti operazioni presentano *senior* residue non superiori a € 0,5 miliardi.

#### 4. Analisi dell'andamento dei recuperi

Una volta descritte le caratteristiche delle ventisette operazioni oggetto del campione occorre analizzare l'andamento delle stesse e quindi l'efficacia dei *servicer* nell'azione di recupero.

Per farlo, è stato scelto come parametro di riferimento il c.d. *Cumulative Collection Ratio* (CCR). Si tratta dell'indicatore di riferimento della disciplina GACS, la quale prevede meccanismi di penalizzazione per il *servicer* e il detentore della nota *mezzanine* quando lo stesso scende al di sotto di una determinata soglia (cfr. Capitolo II, § 9) <sup>(9)</sup>.

Questo parametro, in particolare, mette in rapporto l'ammontare complessivo recuperato alla data più recente (*collection date*) con i recuperi previsti dal *business plan* alla stessa data <sup>(10)</sup>; valori del CCR superiori all'unità indicano recuperi cumulati maggiori di quelli previsti dal *business plan*, mentre valori inferiori all'unità sono espressione di

---

<sup>9</sup> In particolare, in base alla disciplina GACS: (i) qualora ad una data di pagamento degli interessi sui titoli *mezzanine* il rapporto tra gli incassi netti cumulati e gli incassi netti attesi in base al *business plan* dell'operazione vagliato dall'agenzia di rating risulti inferiore al 90%, gli interessi sui titoli *mezzanine*, riferiti a quella data di pagamento, sono differiti all'avvenuto integrale rimborso del capitale dei titoli *senior* ovvero alla data di pagamento in cui il suddetto rapporto risulti superiore al 100% (art. 21 comma 3); (ii) le somme dovute ai prestatori di servizi sono, in tutto o in parte, condizionate ad obiettivi di *performance* nella riscossione o recupero in relazione al portafoglio di crediti ceduti; in ogni caso, qualora ad una data di pagamento delle suddette somme dovute ai prestatori di servizio, il rapporto tra gli incassi netti cumulati e gli incassi netti attesi in base al *business plan* risulti inferiore al 90%, i pagamenti di tali somme, condizionati ad obiettivi di *performance*, sono differiti per la parte che rappresenta un ammontare non inferiore al 20% dei pagamenti complessivi, fino alla data di completo rimborso del capitale dei titoli *senior* ovvero alla data in cui il suddetto rapporto risulti superiore al 100% (art. 21 comma 4).

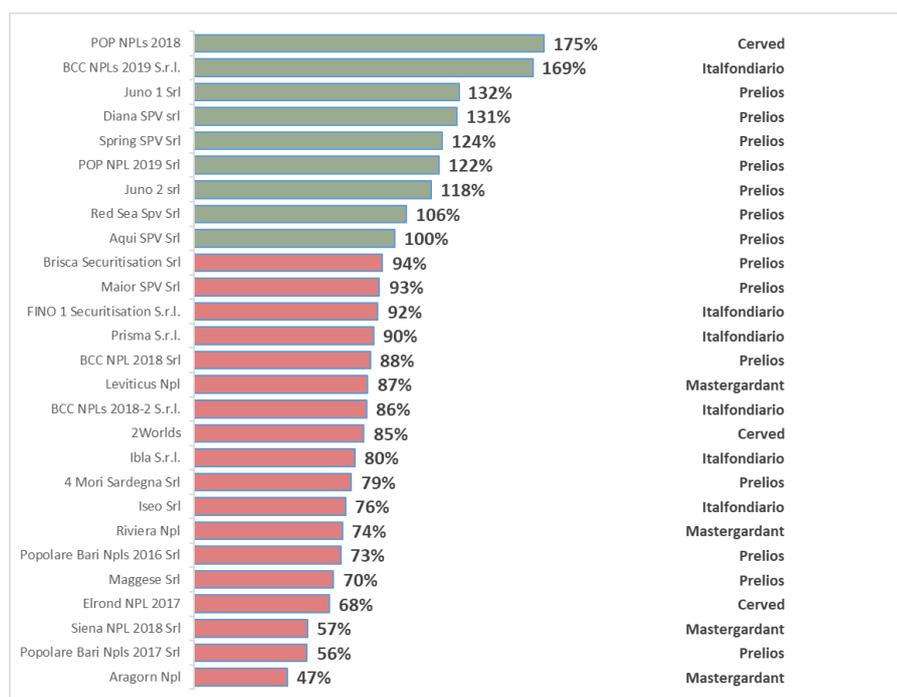
<sup>10</sup> Questa definizione del CCR è fornita dalla Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità finanziaria, op. cit..



recuperi inferiori, con uno scostamento tanto maggiore quanto più il CCR si avvicina a zero. In altre parole, un CCR pari al 100% indica che i recuperi sono perfettamente in linea con il *business plan*; un CCR pari a 110% indica che i recuperi sono superiori del 10% a quelli previsti; infine un CCR del 90% indica che i recuperi effettivi sono inferiori del 10% a quelli attesi.

In base a questo parametro, al 30 dicembre 2020, diciotto operazioni su ventisette presentano un CCR inferiore al 100% e quindi recuperi in ritardo rispetto a quelli indicati nel *business plan* (cfr. Grafico 7).

**Grafico 7: Valutazione delle performance delle GACS in base all'indicatore CCR al 30 dicembre 2020 con evidenza dei servicer che le gestiscono.**



\* Fonte: dati pubblici elaborazione propria

Di queste diciotto operazioni con CCR inferiore all'unità, nove hanno un CCR inferiore all'80% e quattro di queste perfino sotto il 70%, vale



a dire le due di Creval (Elrond e Aragorn), quella di MPS (i.e. Siena NLP 2018 e quella di Popolare di Bari (Popolare Bari NPL 2018).

I rallentamenti sarebbero dovute alle difficoltà del processo di onboarding iniziale da parte dei *servicer*, vale a dire nell'acquisizione (e nel "caricamento" nei sistemi gestionali interni) dei dati e delle informazioni relative ai singoli crediti oggetto di cartolarizzazione, nonché nella maggioranza dei casi ai rallentamenti delle aste giudiziarie a causa del Covid-19. La maggioranza dei crediti oggetto di cartolarizzazioni sono, infatti, assistiti da garanzie immobiliari. In pochi casi, infine, i ritardi hanno natura strutturale, e possono ricondursi a insufficienti incentivi dei *servicer* o alle caratteristiche specifiche dell'operazione <sup>(11)</sup>.

Le ragioni di rendimenti superiori al 100% possono, anche in questo caso, dipendere da molti fattori quali: la "giovane età" di alcune operazioni (di pensi a Spring e a Diana entrambe realizzate nel 2019),

---

<sup>11</sup> Sulle cause dei rallentamenti cfr. BANCA D'ITALIA, Audizione del Governatore della Banca d'Italia, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, febbraio 2021 in cui si legge che: "Nella grande maggioranza dei casi i ritardi sono dovuti agli effetti della pandemia. Ad esempio, essendo i portafogli costituiti in larga parte da mutui immobiliari, l'andamento degli incassi ha pesantemente risentito della chiusura dei tribunali nel secondo trimestre 2020. In pochi casi i ritardi hanno natura strutturale, e possono ricondursi a insufficienti incentivi dei *servicer* o alle caratteristiche specifiche dell'operazione; si tratta di operazioni realizzate prima del 2019, quando con il DL n. 22/2019 sono stati introdotti una serie di correttivi al funzionamento della GACS proprio per correggere questi aspetti, alla luce dell'esperienza maturata nei primi tre anni di operatività della garanzia pubblica". Sul punto si veda anche SCOPE RATING, *Semi-annual Italian NPL performance report: sector will under-perform into the medium term*, luglio 2021 in cui si elencano le possibili cause di *under-performance* indicate nelle seguenti: "1. Difficult *servicer* on-boarding processes delaying *servicers'* activities; 2. Judicial proceedings: partial suspension and bigger backlog, as a consequence of Covid-19; 3. Deterioration in borrower affordability and liquidity conditions; 4. Real estate market risk; 5. Note sales conducted with high discounts. Tra le cause che determinano le *over performance* vi sono, invece: 1. Collections from cash-in-court positions or from loans that were already in advanced legal stages and resolved faster than expected; 2. Sales prices above expectations resulting from conservative property appraisals; 3. *Servicer's* ability to reach extra-judicial agreements resulting in front-loading of collections compared to original judicial Forecasts; 4. Borrowers' improved financial standing".



la capacità del *servicer* di raggiungere accordi extragiudiziali con conseguente anticipazione degli incassi rispetto al *business plan*, infine alla qualità del portafoglio. Pur trattandosi, infatti, di crediti in sofferenza è possibile che alcuni portafogli siano più garantiti di altri (abbiano cioè una percentuale di immobili posti a garanzia superiore rispetto ad altri portafogli), e che le garanzie siano collocate in aree geografiche economicamente meno depresse che consentono prezzi di vendita superiori (si pensi, ad esempio, ad mutuo immobiliare il cui immobile posto a garanzia si trovi nel centro di Milano e ad uno invece garantito da un immobile situato nell'entroterra laziale).

#### **4.1 Status dei trigger di performance**

Nonostante siano diciotto le operazioni con *performance* non in linea con quelle previste nel *business plan*, i trigger di *performance* sono scattati solo per un'operazione. Ciò si spiega alla luce del fatto che la maggioranza delle operazioni con andamenti al di sotto delle aspettative sono state realizzate prima del 2019, vale a dire prima che il legislatore imponesse l'obbligo di prevedere trigger di *performance*.

Ad oggi, quindi, le operazioni che possiedono i meccanismi di penalizzazione previsti dalla normativa sono Prisma (di Unicredit), il cui CCR è al 90%, ISEO (di UBI) il cui CCR è pari al 76%, Pop NPLS (operazione multi-originator di varie banche popolari) il cui CCR è pari al 122%, Diana (di Banca Popolare di Sondrio) con un CCR pari al 131% e infine Spring (di BPER) con un CCR di 124%.

L'operazione ISEO - assistita dal *servicer* Italfondionario - è stata, quindi, l'unica interessata dal differimento degli interessi *mezzanine* e dalla postergazione del pagamento delle somme per i prestatori di servizi, in forza della nuova previsione normativa. Gli interessi ai detentori della *senior* saranno riconosciuti all'avvenuto integrale rimborso del capitale



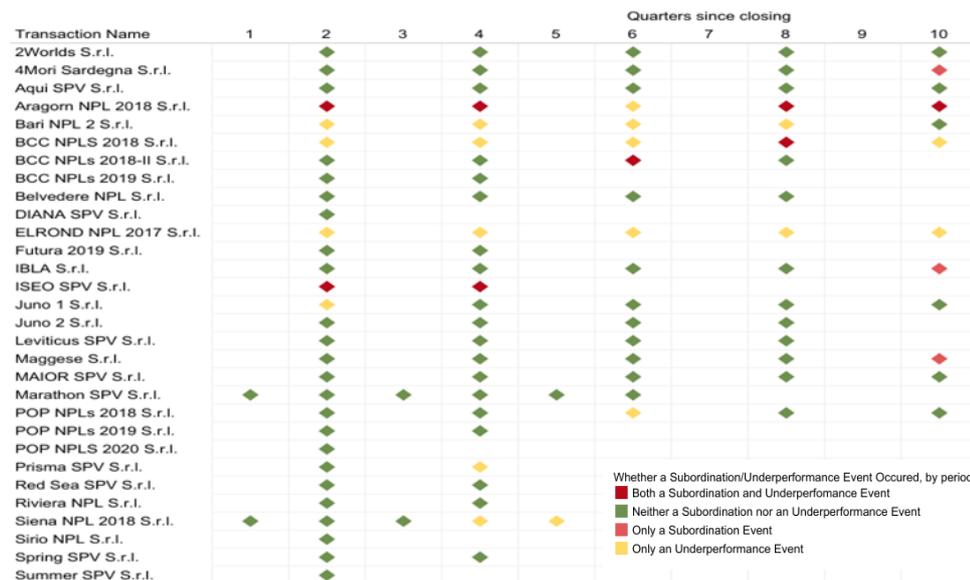
dei titoli *senior* ovvero alla interest payment date in cui la *performance* del *servicer* ritorni superiore al 100%.

I pagamenti al *servicer*, che sono stati postergati, saranno riconosciuti anch'essi alla data di completo rimborso del capitale dei titoli *senior* ovvero alla data in cui il rapporto tra gli incassi netti cumulati e gli incassi netti attesi in base al *business plan* risulti superiore al 100%.

Con riferimento a Prisma si evidenzia che il relativo CCR ha raggiunto la soglia minima del 90% al di sotto della quale scatteranno – per legge – i meccanismi di postergazione sopra richiamati.

Infine, per completezza, occorre evidenziare che in alcune operazioni realizzate prima del 2019 sono state previste dalle parti – pur in assenza di un obbligo normativo – alcuni trigger di *performance* (grafico 8).

**Grafico 8: Trigger di performance nelle GACS**



\* Fonte: Scope <sup>(12)</sup>

<sup>12</sup> SCOPE RATING, *Semi-annual Italian NPL performance report: sector will underperform into the medium term*, luglio 2021.



In base all'Agenzia di Rating Scope, in particolare, entrambi i trigger di *performance* avrebbero interessato almeno altre due operazioni, vale a dire Aragorn di Creval e le due multi-originator BCC NPL. Nelle operazioni di BPER (i.e. 4 Mori) e Cassa di Risparmio di Asti (i.e. Maggese), invece, gli interessi della *mezzanine* sarebbero stati postergati e infine i *servicer* delle operazioni Elrond e Siena NPL (i.e. quelle originate da Creval e da MPS) sarebbero soggetti ad una postergazione delle rispettive commissioni.

Al momento in, ogni caso, nessuna cartolarizzazione vi è stata l'allocazione di perdite alle *tranche*. I titoli *senior* continuano quindi a beneficiare dello stesso *credit enhancement* iniziale (€ 3.3 miliardi) <sup>(13)</sup>.

#### 4. 2 L'analisi della Banca d'Italia

Fino a qui l'analisi dell'andamento delle operazioni è stata condotta tramite il parametro CCR. Come evidenziato dalla Banca d'Italia, tuttavia, “*il CCR offre una valutazione solo parziale della performance delle operazioni, in quanto è influenzato dalla distribuzione nel tempo delle attese di recupero, che può rendere poco confrontabile l'andamento di operazioni con profili di rischio simili*” <sup>(14)</sup>.

Per questo, l'Autorità di Vigilanza Banca d'Italia ha analizzato la *performance* di queste operazioni – con dati al 30 novembre 2020 - anche alla luce di altri due indicatori: il CPR (*cumulative profitability ratio*) e il SCR (*senior coverage ratio*) <sup>(15)</sup>.

---

<sup>13</sup> Cfr. Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità finanziaria op cit. e Banca d'Italia, Audizione del Governatore della Banca d'Italia, Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche, Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, febbraio 2021.

<sup>14</sup> Cfr. Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità finanziaria op cit.

<sup>15</sup> La definizione di entrambi gli indicatori è contenuta nel citato rapporto. Peraltro, si evidenzia che il parametro del CPR è utilizzato anche da Scope Rating per misurare la *performance* delle operazioni. L'agenzia di *Rating*, in particolare, definisce il CPR come “*Profitability on closed positions is measured as the ratio between the net collections allocated to a borrower whose position has been closed by the servicer,*



Il primo parametro fornisce un'indicazione del rendimento delle posizioni già chiuse (quelle per cui non si attendono ulteriori flussi di cassa), ed è dato dal rapporto tra gli incassi effettivi su tali posizioni e il corrispondente valore indicato nel piano di recupero. Un valore del CPR superiore al 100% è indice della capacità del *servicer* di chiudere una posizione ad un valore più elevato quanto previsto nel piano. Al contrario, un valore dell'indicatore inferiore al 100% indica che il valore di realizzo della singola posizione è inferiore a quello indicato nel piano e quindi segnala una diminuzione dell'efficacia del recupero da parte del *servicer* (ovvero una stima troppo ottimistica in fase di redazione del *business plan*).

Il *senior coverage ratio* (SCR) è dato dal rapporto tra i rimanenti incassi attesi dal piano (sulle posizioni quindi ancora aperte) e l'ammontare corrente dei titoli *senior*. Questo parametro indica la capacità dei flussi di cassa attesi dai piani di recupero di ripagare i titoli *senior*. Come negli altri casi, valori inferiori al 100%, indicano l'incapacità dei futuri flussi di cassa di ripagare interamente i titoli *senior* e quindi che verrà escussa la garanzia. Al contrario, maggiore è il valore dell'indicatore rispetto all'unità, tanto maggiori saranno le risorse (i.e. i rimborsi attesi) ancora disponibili dal *business plan* per il completo rimborso dei titoli *senior*, anche considerando i costi dell'operazione che sono antergati al pagamento della *tranche senior*. Secondo la Banca d'Italia “*valori superiori al 150 per cento sono in genere considerati come un segnale di buone aspettative di recupero dell'operazione, dal momento che i flussi di cassa attesi sarebbero ragionevolmente sufficienti per ripagare interamente i titoli senior dopo aver tenuto conto dei costi*

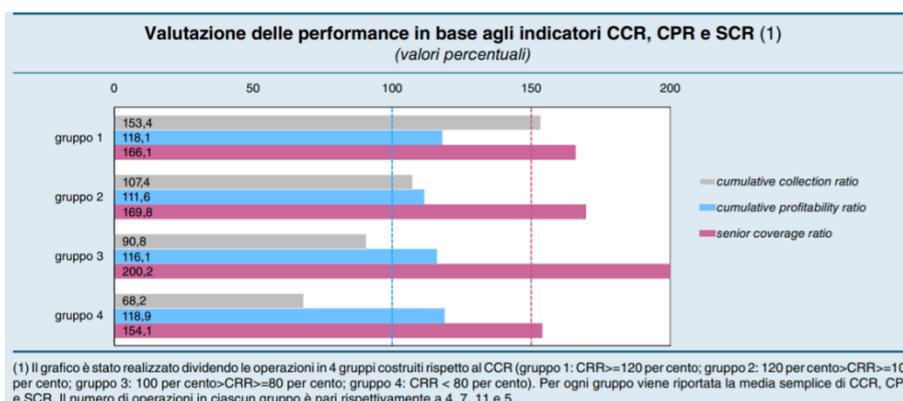
---

*and the respective net recovery proceeds that were expected at closing according to the business plan” (cfr. SCOPE RATING, Semi-annual Italian NPL performance report: sector will under-perform into the medium term, luglio 2021).*

dell'operazione (spese legali, commissioni, ecc.), nonché di eventuali revisioni del piano di recupero”<sup>(16)</sup>.

Secondo queste analisi le operazioni presentano un buon grado di profittabilità, vale a dire che i *servicer* sono riusciti a chiudere la maggioranza delle posizioni ai valori indicati nel piano di recupero e anche i valori del SCR non sarebbero eccessivamente preoccupanti poiché tutti superiori alla soglia di attenzione di 1,5 (cfr. grafico 8).

**Grafico 8: Valutazione delle performance delle GACS in base agli indicatori CCR, CPR e SCR.**



\*Fonte: Banca d'Italia

### 4.3 La performance dei servicer

Sulla base dei dati pubblici relativi al CCR è possibile anche stimare la performance dei singoli *servicer* coinvolti nelle operazioni di cartolarizzazione e confrontarne, per così dire, l'efficacia nell'azione di recupero.

In linea generale, si deve osservare che – nell'effettuare questi confronti – bisogna tenere in considerazione il fatto che i portafogli di ogni cartolarizzazione non sono mai completamente omogenei. Come si è già evidenziato, infatti, alcuni portafogli sono caratterizzati da un livello

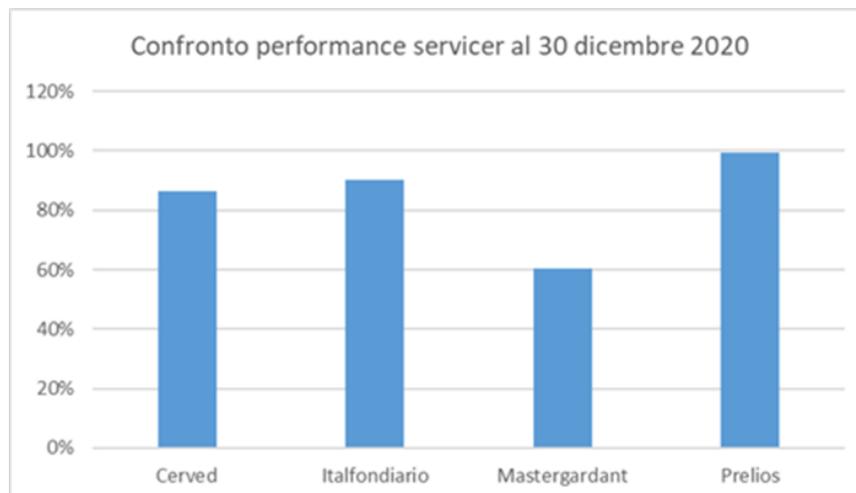
<sup>16</sup> Cfr. Banca D'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, op cit. pag. 41.

di copertura (da intendersi come garanzia immobiliare) superiore rispetto ad altri e che anche due portafogli con la stessa percentuale di crediti garantiti può avere valore diverso a seconda del luogo in cui gli immobili sono ubicati nonché della funzione d'uso alla quale sono destinati (es. residenziale, ricettiva, industriale etc.). Ne consegue, quindi, che l'efficacia dell'attività di recupero non è solo funzione della strategia adottata dal *servicer* ma anche delle caratteristiche del portafoglio sottostante.

È pur vero, in ogni caso, che la strategia di recupero dovrebbe tenere conto della composizione del portafoglio e che la stessa è comunque nota al *servicer* al momento della redazione del *business plan* che dovrebbe essere costruito proprio in funzione delle caratteristiche dello stesso. Pertanto scostamenti importanti dei recuperi rispetto ai *business plan*, oltre ad indicare la non efficacia dell'azione di recupero, sono anche indice della scarsa capacità del service di effettuare stime corrette del valore del portafoglio.

Tanto premesso, si riporta di seguito un grafico che confronta la *performance* dei *servicer* nelle operazioni assistite da GACS (grafico 9).

**Grafico 9: Confronto delle performance dei servicer impegnati nelle operazioni con GACS.**





\*Dati pubblici elaborazione personale

Dal grafico precedente emerge che il *servicer* con i tassi di recupero più in linea con quelli dei *business plan* è Prelios la cui efficacia, nell'attività di *servicing*, raggiunge quasi il 100%; ciò, indica, peraltro anche le buone capacità dell'intermediario di aver elaborato piani di recupero non eccessivamente ottimistici e quindi in grado di rispettare le aspettative nonostante la crisi pandemica.

Seguono Italfondario, Cerved e Mastergardant. La *performance* di quest'ultimo *servicer*, in particolare, risente dell'andamento negativo dell'operazione di MPS (i.e. Siena NPL 2018) i cui recuperi sono molto inferiori rispetto a quelli previsti nel *business plan*; trattandosi dell'operazione assistita da GACS più grande del mercato – sia in termini di GBV che di *senior* garantita – l'andamento negativo della stessa è in grado di pregiudicare, in maniera incisiva, il rendimento complessivo del soggetto responsabile dell'attività di recupero.

Peraltro, dai dati emerge un'importante indicazione; cioè che concentrare la gestione delle operazioni sullo stesso intermediario migliora l'efficacia del recupero. Prelios, infatti, è il *servicer* a cui è affidato il maggior numero di operazioni (ben 16) e quello, come detto, che meglio riesce ad estrarre valore dal portafoglio sottostante anche stimandone correttamente il valore.

La gestione di molte operazioni, infatti, sviluppa economie di scala che consentono di massimizzare l'attività di recupero a beneficio delle operazioni gestite.

## **5. L'andamento dei recuperi pre e post Covid: un confronto**

Nel precedente paragrafo è stato descritto l'andamento dei recuperi con data di riferimento al 30 dicembre 2020 dal quale emerge, in estrema



sintesi, uno scenario di *under-performance* generalizzata della maggioranza delle operazioni assistite da GACS seppur non preoccupante considerato che tutte le cartolarizzazioni possiedono valori del SCR che non fanno, ad oggi, presagire l'escussione della garanzia.

L'anno esaminato, peraltro, è *l'annus horribilis* della pandemia Covid-19 che ha certamente inciso negativamente sia sull'andamento delle cartolarizzazioni stante la chiusura dei tribunali, che ha generato un forte rallentamento dei recuperi, sia sul mercato immobiliare già profondamente in crisi e fortemente colpito dalla pandemia.

In quest'ottica, quindi, sembra utile provare a fornire una fotografia dell'andamento delle operazioni di cartolarizzazione anche con riferimento all'anno 2019; quest'esercizio risulta utile per cercare di discriminare tra quelle operazioni il cui andamento dei recuperi è stato inciso dalla pandemia e che, quindi, potrebbero "riprendersi" e quelle, invece, che presentavano criticità già prima del Covid-19 e che, quindi, presumibilmente continueranno ad accumulare ritardo nei recuperi anche dopo la pandemia.

Questo esercizio, peraltro, risulta utile anche per misurare la *performance* dei *servicer* e capire se le strategie di recupero da essi attuate siano state modificate nel corso di quest'anno proprio per tenere conto dell'evento pandemico.

Tanto premesso, saranno oggetto di analisi le medesime ventisette operazioni considerate nel paragrafo precedente (§ 4, Tabella 2) ma con data di riferimento 30 dicembre 2019; anche in questo caso il parametro utilizzato per misurare l'andamento dei recuperi è il CCR.

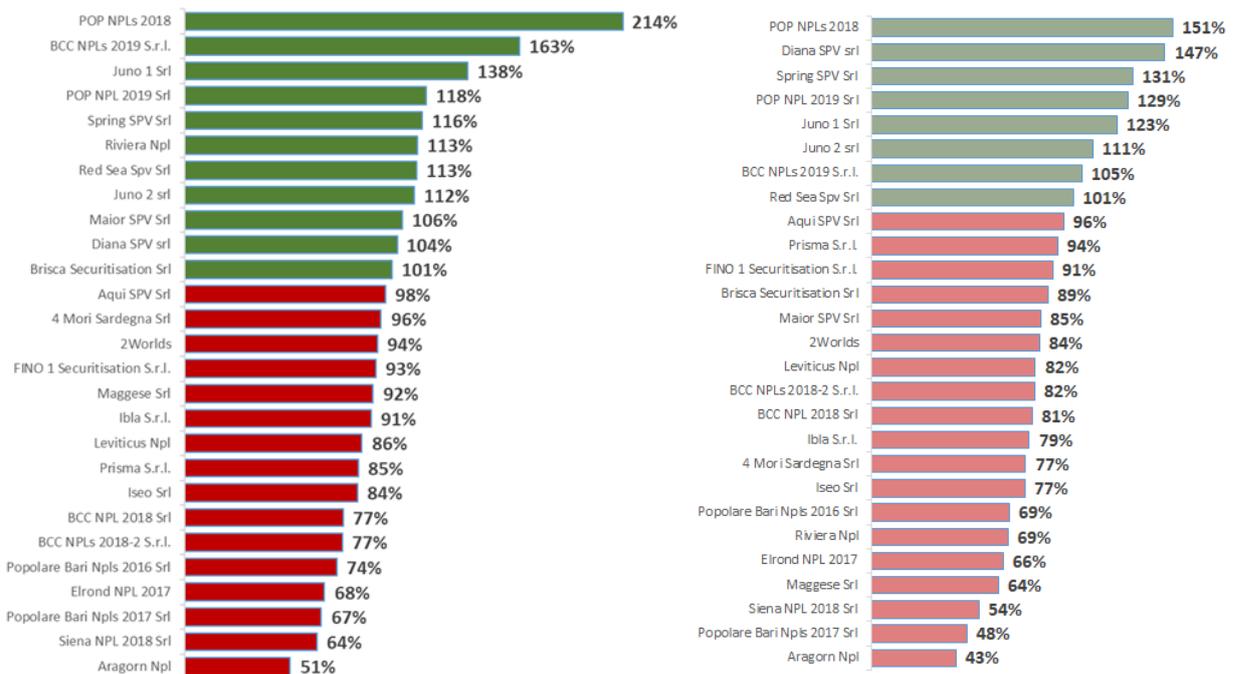
In base alle analisi, risulta che al 30 dicembre 2019, sedici operazioni su ventisette presentano recuperi in ritardo rispetto a quelli indicati nel *business plan*; come detto, invece, al 30 dicembre 2020 le operazioni con CCR sotto l'unità sono diciotto. Inoltre, le sedici operazioni che già



presentavano ritardi hanno, in generale, continuato a peggiorare le proprie *performance*.

In generale, sembra comunque che i danni della pandemia siano contenuti; solo due operazioni, infatti, si aggiungono alla “zona rossa” (i.e. CCR inferiore a 100%). Ma si tratta di una conclusione affrettata. Se, infatti, i dati del 2019 vengono confrontati con quelli (parziali) di marzo 2021 ci si accorge che il risultato è ben diverso e che l’onda lunga del Covid, in effetti, sta continuando a incidere sull’andamento di queste operazioni (Grafico 10).

**Grafico 10: Valutazione delle *performance* delle GACS in base all’indicatore CCR al 30 dicembre 2019 e al 30 marzo 2021**



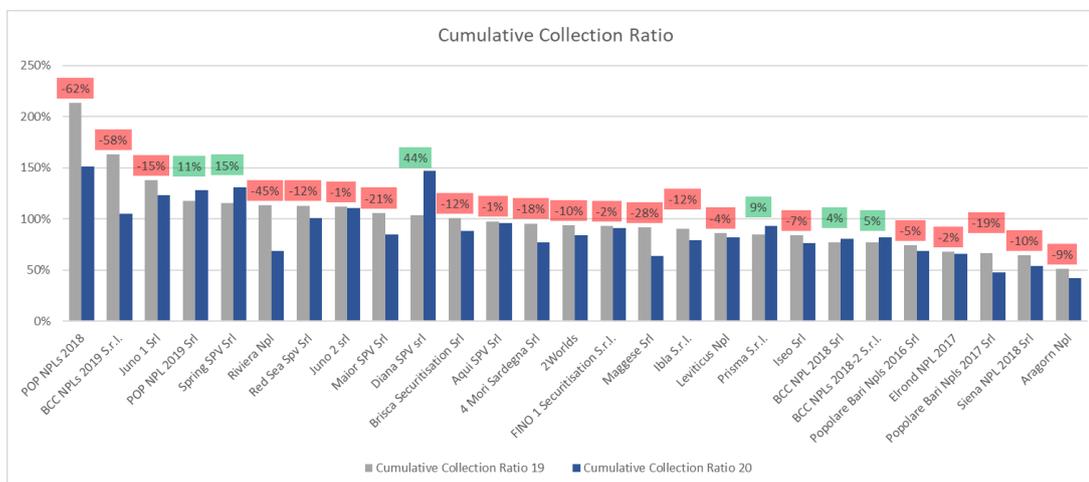
Fonte: dati pubblici elaborazione propria

Confrontando i dati del 2019 con quelli più recenti di marzo 2021 risulta che le operazioni che sono entrate nella zona rossa sono tre in più;

complessivamente, quindi, ad oggi su ventisette operazioni diciannove presentano un CCR inferiore all'unità.

Peraltro per le operazioni che già avevano accumulato ritardo (i.e. quelle con CCR sotto l'unità), i dati segnalano (cfr. grafico 11) un diffuso peggioramento dei recuperi, riflesso nell'ulteriore calo dell'indicatore rispetto ai dati di dicembre 2019. Solo tre operazioni presentano un incremento dell'indicatore che rimane comunque sotto l'unità.

**Grafico 11: CCR delle 27 operazione al 30 dicembre 2019 e al 31 marzo 2021**

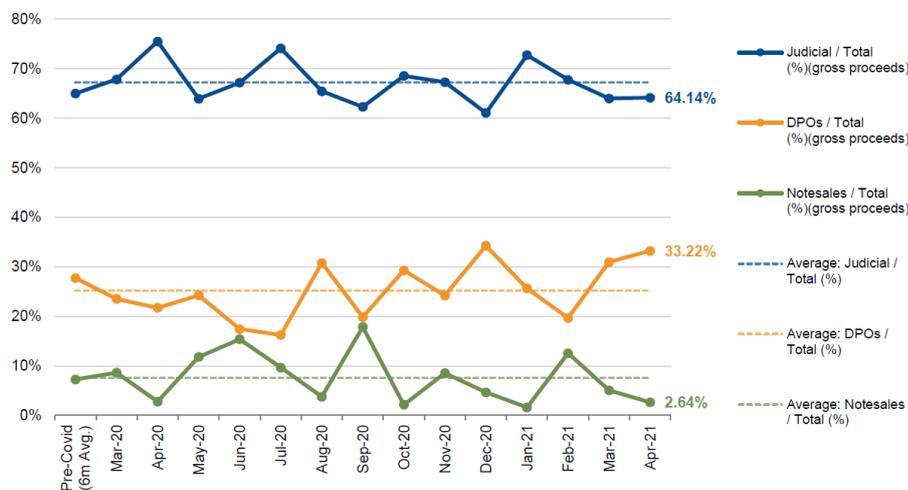


Fonte: dati pubblici elaborazione propria

La pandemia, peraltro, ha inciso non solo sull'andamento dei recuperi ma anche sulle strategie di gestione dei *servicer* che hanno dovuto modificare le modalità di recupero prevalentemente a causa della chiusura dei tribunali e della sospensione delle attività giudiziarie.

Come evidenziato da Scope (cfr. Grafico 12), infatti i *servicer* sono stati costretti a modificare le proprie abitudini di recupero optando per mezzi alternativi come gli accordi transattivi e le vendite delle note.

**Grafico 12: Strategie di recupero dei *servicer* pre e post Covid**



\*Fonte: Scope Rating

In particolare, l'attività di recupero svolta attraverso le aste giudiziarie è scesa, in media, di oltre il 47% rispetto ai mesi pre-Covid mentre gli incassi rivenenti dagli accordi transattivi sono saliti del 134% <sup>(17)</sup>.

Peraltro entrambe le attività hanno determinato una perdita di valore del portafoglio sottostante dal momento che gli accordi transattivi determinano, in generale, una riduzione del prezzo di vendita a fronte di una chiusura più rapida (rispetto all'asta) della posizione debitoria. Anche la vendita delle note, di norma, genera una riduzione dei flussi di cassa, dal momento che la cessione sul mercato secondario ha risentito della riduzione del valore di questi titoli (il cui valore dipende dal sottostante e quindi dall'attività di recupero) che ha determinato la vendita delle note al di sotto del loro valore nominale.

Alla luce di quanto sopra, quindi, sembra evidente che il Covid abbia inciso, in modo determinate, sull'andamento delle operazioni di

<sup>17</sup> Cfr. SCOPE RATING AGENCY, *Italian NPL collections: poor April volumes upset positive trend set in Q1*, Giugno 2021.



cartolarizzazione e, quindi, sulle *performance* dei *servicer*. Il Covid infatti, ha determinato una riduzione del numero delle procedure d'asta a causa delle misure di contenimento legate alla pandemia nonché una riduzione del valore degli immobili posti a garanzia che ha risentito della flessione del mercato immobiliare che – fatta eccezione per le grandi città – presenta valori ancora inferiori ai livelli pre-Covid. A ciò si aggiunge l'aumento dell'uso, da parte dei *servicer*, degli accordi transattivi che, a fronte della maggiore rapidità nella chiusura delle posizioni, scontano livelli strutturalmente inferiori degli incassi.

#### **6. Il mercato del *servicing*: dicotomia tra normativa e prassi e enforcement della Banca d'Italia**

Alle analisi sopra descritte sull'andamento delle operazioni assistite da GACS, si aggiungono le risultanze – poco confortanti – dell'Autorità di Vigilanza sull'aderenza tra il mercato del *servicing* e il quadro regolamentare.

Nel capitolo precedente si è evidenziato come la Legge 130 e la normativa secondaria della Banca d'Italia considerino in modo unitario i compiti operativi e le funzioni di garanzia del *servicer* il quale, in definitiva, è il soggetto responsabile dell'andamento della cartolarizzazione nei confronti del mercato, degli investitori e dell'Autorità di vigilanza.

In quest'ottica, al *servicer* è richiesto di valutare la ripartizione di competenze con altri soggetti coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione e di verificarne la compatibilità con l'espletamento dei compiti affidati dalla legge al *servicer* stesso, in maniera da garantire un'aderenza sostanziale (e non meramente formale) alla legge. È inoltre previsto che il *servicer* possa affidare a un altro soggetto compiti relativi alla riscossione dei crediti ceduti e ai servizi di cassa e pagamento, mediante contratti di esternalizzazione. In ogni caso



l'intermediario, mediante l'esternalizzazione, non può delegare le proprie responsabilità e deve conservare la competenza richiesta per controllare efficacemente le funzioni esternalizzate e per gestire i rischi connessi.

A fronte del quadro normativo (qui sinteticamente richiamato), la prassi di mercato sembra essersi orientata verso pratiche non completamente aderenti alla disciplina legislativa e regolamentare. Come evidenziato in una recente comunicazione della Banca d'Italia <sup>(18)</sup>, infatti, il mercato opera una distinzione tra un “*master servicer*” vigilato che espleta le funzioni di garanzia e un “*sub-servicer*” o “*special servicer*” non vigilato che si occupa delle attività di recupero. Si tratta di soggetti, come detto, non vigilati, titolari della sola licenza ex art. 115 TULPS, generalmente coinvolti dall'investitore già in fase di *due diligence* sui portafogli di crediti oggetto di cartolarizzazione e incaricati della predisposizione e dell'aggiornamento dei *business plan*.

La prassi di mercato, quindi, sembra aver deviato dall'impianto regolamentare in maniera consistente, creando due “*servicer*” responsabili di fasi distinte dell'attività di *servicing*. Questa impostazione rischia, ovviamente, di pregiudicare la visione unitaria dell'operazione di cartolarizzazione che non potrà essere assicurata stante l'esistenza di due centri di potere a cui fanno riferimento compiti distinti.

Pertanto, nella comunicazione citata, l'Autorità di Vigilanza sottolinea anche come, in questo assetto di mercato, i compiti di garanzia assegnati al *servicer* vigilato (i.e. il master) siano connotati, il più delle volte, dall'assolvimento di verifiche meramente formali <sup>(19)</sup>. Ne consegue

---

<sup>18</sup> BANCA D'ITALIA, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischiosità e linee di vigilanza*, novembre 2021.

<sup>19</sup> Nella Comunicazione (cfr. nota 1) si evidenzia come “L'affidamento allo “*special*” dell'incarico di recupero avviene sovente mediante schemi contrattuali complessi, che ruotano intorno alla figura dell'investitore (anche nella scelta dello *special*”



anche una scarsa contezza, da parte del *master servicer*, dell'andamento dell'attività di recupero dei crediti cartolarizzati rimessa, in maniera pressoché integrale ed esclusiva, allo *special servicer* scelto direttamente dall'investitore dei titoli.

La centralità dello *special servicer* emerge sia in sede contrattuale sia con riferimento all'assetto organizzativo del *master servicer*. Rispetto al primo profilo, l'affidamento allo *special servicer* dell'incarico di recupero dei crediti cartolarizzati avviene mediante uno schema contrattuale complesso che coinvolge direttamente l'investitore e colloca su un piano meramente formale la partecipazione del *servicer* vigilato.

Di conseguenza, viene disapplicata la normativa di vigilanza in materia di esternalizzazione e quindi viene meno la possibilità per l'Autorità di vigilanza di estendere sull'outsourcer i poteri di vigilanza (es. poteri ispettivi) <sup>(20)</sup>. Viene vanificata, quindi, la funzione di vigilanza indiretta della Banca d'Italia (di cui si è parlato nel § 5 del precedente capitolo) che rappresenta il fulcro della riserva di attività di cui alla Legge 130.

La marginalità del ruolo assunto dai *servicer* vigilati nelle operazioni di cartolarizzazione, si riflette anche negli assetti organizzativi interni degli stessi, connotati da un ridotto numero di risorse impiegate; in quest'ottica, l'assolvimento dei compiti di garanzia dei *servicer* risulterebbe fortemente condizionato dai flussi informativi derivanti dall'esterno, il più delle volte con limitate possibilità di valutare in

---

*stesso) e relegano su un piano meramente formale il ruolo del servicer vigilato, con incertezze nell'individuazione del perimetro delle responsabilità, nell'ambito della gestione del portafoglio soprattutto nelle ipotesi di underperformance dei recuperi.*

<sup>20</sup> Cfr. sul punto, di nuovo, la Comunicazione della Banca d'Italia (cit. nota 1) che nota come l'assetto di mercato abbia determinato “*opacità nella individuazione dei soggetti effettivamente coinvolti nelle attività di recupero dei crediti e limitazioni ai poteri dell'Organo di vigilanza, a fronte di un impianto normativo che invece attraverso il presidio sull'esternalizzazione di funzioni operative importanti (FOI), mira ad assicurare che i servicers siano in grado di monitorare e gestire i rischi connessi alle attività affidate a soggetti terzi, rimanendone responsabili*”.



modo sufficientemente critico la bontà delle informazioni e dei dati ricevuti <sup>(21)</sup>.

In questo contesto, quindi, le finalità della Legge 130 risultano completamente frustrate; come appare dalla comunicazione dell'Autorità di Vigilanza il soggetto vigilato è ben lontano dal possedere una visione unitaria dell'operazione e il suo ruolo risulta sostanzialmente svuotato in favore di uno *special servicer* a cui è demandata la gestione – e anche il controllo - dell'attività di recupero con uno slittamento di potere dal soggetto vigilato a quello non vigilato, rispetto al quale il *master servicer* non opera alcun tipo di controllo <sup>(22)</sup>. Gli stessi problemi, secondo l'Autorità, esistono anche nelle operazioni assistite dalla GACS in cui le descritte problematiche vengono acuite dall'esistenza di interessi pubblici in gioco <sup>(23)</sup>.

## 7. Riflessioni sull'applicazione della Legge 130

Le ragioni della descritta sostanziale disapplicazione della Legge 130 devono, probabilmente, essere rintracciate nella vetustà dello strumento. Questa legge, infatti, risale ad una fase in cui il mercato delle cartolarizzazioni era profondamente diverso da quello che si è

---

<sup>21</sup> Cfr. la Comunicazione della Banca d'Italia (cit. nota 1) nella quale si evidenzia che “*dal punto di vista organizzativo, gli assetti dei servicers vigilati sono risultati non sempre adeguati all'accresciuta complessità operativa, con conseguente esposizione degli intermediari a rischi di natura operativa e reputazionale. Sono state spesso riscontrate carenze nei sistemi di controllo e nel presidio dei rischi operativi*”.

<sup>22</sup> Nella Comunicazione si legge che “*Sono state spesso riscontrate carenze nei sistemi di controllo e nel presidio dei rischi operativi, oltre che debolezze nella gestione dei rapporti con gli special servicers, sia in sede di valutazione iniziale dei soggetti incaricati, sia nel monitoraggio nel continuo delle relative performance di recupero. Quest'ultima attività è talvolta risultata, specie negli intermediari di minori dimensioni, priva di approfondimenti su entità e rilevanza degli scostamenti rispetto ai business plan e, pertanto, di spunti critici rappresentabili agli organi di governo nell'ambito delle informative periodiche sull'andamento delle operazioni gestite*”.

<sup>23</sup> Nella Comunicazione si legge che “*Tali profili di attenzione riguardano anche comparti di attività nei quali, in aggiunta alle esigenze di tutela individuate dalla citata legge n. 130/99, rilevano esigenze di salvaguardia di interessi pubblici, quali quelli sottesi alle operazioni di cartolarizzazione di crediti non performing assistite dalla garanzia dello Stato (GACS)*”.



sviluppato negli ultimi anni. La stessa normativa secondaria fa riferimento a un mercato abbastanza statico - fondato essenzialmente sulla rilevanza del *servicer* vigilato - lontano dalla realtà attuale caratterizzata da un peso rafforzato degli investitori istituzionali e un aumento delle opportunità di *business* di tutti gli operatori coinvolti a vario titolo in questo mercato.

In tale contesto, le prassi di mercato - alimentate soprattutto dall'interesse del ritorno economico - hanno portato a un assetto fortemente squilibrato in favore dello *special servicer* individuato dall'investitore, con progressivo depotenziamento del *servicer* vigilato, non solo rispetto alle attività più operative (recupero crediti, *due diligence* sui portafogli, predisposizione e aggiornamento dei *business plan*), ma anche alla stessa attività di garanzia, spesso considerata una mera attività formale.

Questo depotenziamento del ruolo del *servicer* vigilato, dipende peraltro anche dalla scelta, tutta italiana, di assoggettare il *servicer* a regole prudenziali equivalenti a quelle bancarie; tale circostanza rende, ovviamente, l'attività di *servicing* più costosa – in termini di requisiti patrimoniali e assetti organizzativi – in Italia che in Europa, con la conseguenza che il mercato, nel tentativo di essere competitivo, ha spostato il cuore di questa attività sul soggetto non vigilato riducendo gli assetti del *servicer* vigilato ai minimi previsti dalla legge.

Sarebbe, forse, auspicabile una rilettura di quest'approccio che dovrebbe, tuttavia, tenere conto delle peculiarità del mercato italiano delle cartolarizzazioni, che è il più grande su scala europea, nonché degli interessi pubblici che sono stati messi in campo con l'introduzione delle cartolarizzazioni assistite da garanzia pubblica (GACS).

Va, in ogni caso, rilevato che il successo di questo genere di operazioni è altamente correlato all'efficienza ed efficacia dei recuperatori e questo di fatto spiega le tensioni che sembrano emergere fra il dettato



normativo e le dinamiche di mercato. Infatti, la possibilità di fare presa sui soggetti incaricati (ad es. sotto la minaccia della revoca del mandato) e di massimizzare il ritorno dell'investimento concorrono alla definizione di strutture complesse tali da superare (invero talvolta confliggendovi) taluni limiti imposti dall'attuale normativa, che vorrebbe invece una più netta separazione fra l'investitore e i soggetti incaricati delle attività di recupero.

Le cartolarizzazioni di NPL, attese nei prossimi anni per importi rilevanti, richiedono una riflessione attenta sul ruolo dei *servicer* in Italia (vigilati e non vigilati) e sulla necessità di ristabilire le condizioni necessarie a favorire lo sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni che non ostacoli il *derisking* delle banche e preservi, al tempo stesso, gli interessi di tutti i soggetti coinvolti nelle operazioni, lo Stato, che ha rilasciato la garanzia sulla *tranche senior* di distinte cartolarizzazioni e i debitori ceduti. Occorre in definitiva ricercare un equilibrio tra le esigenze di controllo e la necessità di non creare rigidità che possano allontanare gli investitori e ostacolare il mercato.

Alla luce delle prevedibili ripercussioni della crisi indotta dalla pandemia, sarà inoltre opportuno rivolgere particolare attenzione anche alle implicazioni della disciplina antiriciclaggio, con particolare riguardo al rischio di infiltrazioni da parte di organizzazioni criminali nel comparto NPL.



## CAPITOLO IV

### LA NUOVA DIRETTIVA SUI *SERVICER*: UN'OCCASIONE PER RIPENSARE ALLA DISCIPLINA DEI *SERVICER*

**SOMMARIO:** 1. La direttiva relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti: premessa e obiettivi; 2. Ambito di applicazione oggettiva; 3. Ambito di applicazione soggettiva; 4. Requisiti dei credit *servicer* e degli acquirenti dei crediti; 5. Criticità della Direttiva; 6. Gli impatti sulla disciplina italiana; 7. Possibili opzioni di recepimento della Direttiva sul *servicer* di cartolarizzazioni.

\*\*\*

L'8 dicembre 2021 è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea la Direttiva (UE) 2021/2167 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti (di seguito "Direttiva") che è destinata a incidere in maniera rilevante, tra l'altro, sulla disciplina dell'attività di *servicing* nonché su quella dell'acquisto di crediti. Con questa Direttiva il legislatore comunitario, per la prima volta, introduce una disciplina armonizzata dell'attività di acquisto e di gestione dei crediti limitata, tuttavia, solo ai crediti deteriorati (NPL) originati da banche. Si tratta, quindi, di una armonizzazione solo parziale di queste attività dal momento che esclude i crediti "in bonis" e quelli originati da soggetti diversi dalle banche (e.g. crediti commerciali, crediti sanitari). Scopo del presente capitolo è, quindi, quello di descrivere sinteticamente gli obiettivi della nuova Direttiva (§ 1), l'ambito di applicazione oggettiva e soggettiva della stessa (§ 2 e § 3) nonché nuovi requisiti che la stessa impone ai *servicer* e agli acquirenti dei crediti (§ 4). Passate, quindi, in rassegna le caratteristiche della Direttiva si cercherà di evidenziarne i non pochi limiti (§ 5) da rintracciarsi,



sinteticamente, nella scelta, forse non ottimale, di riferirsi solo ai crediti originati dalle banche e soprattutto di non differenziare tra crediti UTP e sofferenze, con impatti potenzialmente non marginali sulla ripresa di questa peculiare tipologia di crediti e di debitori.

Successivamente, si illustreranno brevemente gli impatti – presumibilmente dirompenti - della Direttiva sul nostro ordinamento (§ 6) e si illustreranno le possibili opzioni per il recepimento della stessa rispetto al *servicer* di cartolarizzazione (§ 7).

### **1. La direttiva relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti: premessa e obiettivi**

La direttiva relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti (“Direttiva”) nasce con l’obiettivo di contrastare il fenomeno dell’accumulo di crediti deteriorati nei bilanci delle banche europee, avvertito come nodo cruciale della politica di completamento dell’Unione bancaria e dello sviluppo dell’Unione dei mercati di capitali. È noto, infatti, come l’accumulo di NPL <sup>(1)</sup> sia una delle più rilevanti manifestazioni fenomeni che della grande crisi che, dal 2007, ha coinvolto i sistemi finanziari e l’economia reale mondiale. Nonostante il netto miglioramento dei dati concernenti le banche

---

<sup>1</sup> La definizione di «esposizione deteriorata» si ricava dalla circ. Banca d’Italia 30-7-2008 n. 272, conforme alle definizioni del reg. esec. 680/2014 della Commissione e successive modifiche e integrazioni. L’espressione indica una qualità dell’attivo di bilancio della banca in ragione della situazione soggettiva del debitore, oltre e a prescindere dalle vicende del singolo rapporto obbligatorio e, in particolare, dall’inadempimento. La circolare ne specifica la classe in sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni sconfinanti/scadute. Sono sofferenze le esposizioni verso debitori in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o situazioni equiparabili; sono inadempienze probabili i crediti la cui soddisfazione, improbabile per mezzo dell’adempimento spontaneo del debitore, appare probabile solo attraverso l’escussione delle garanzie o altre azioni (vi rientrano le garanzie prestate dalla banca, quando il rimborso per il caso di escussione appare improbabile), a meno che esse non siano classificate come sofferenze; infine, sono esposizioni scadute o sconfinanti tutte quelle diverse dalle sofferenze e dalle inadempienze probabili che, alla data della segnalazione, sono scadute o sconfinanti da più di novanta giorni e il cui ammontare supera una data soglia di rilevanza.



europee e l'Italia <sup>(2)</sup>, il problema dello *stock* di crediti deteriorati e del loro peso sui bilanci bancari continua a imporsi come priorità del legislatore europeo, il quale avverte come esso influenzi negativamente la redditività dell'attività bancaria e, di qui, la disponibilità di capitali per il finanziamento delle attività economiche <sup>(3)</sup>.

---

<sup>2</sup> L'NPL ratio, che misura l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale degli attivi al netto degli accantonamenti, nel 2015 ammontava in media nella UE al 6,5% mentre, a settembre 2017, è scesa al 2% (BAGLIONI-HAMAUI, Modelli di gestione dei crediti deteriorati). Analoga tendenza si registra per i flussi, giacché a partire dal 2017 il flusso in entrata dei crediti deteriorati è stato inferiore a quello in uscita. Con riguardo al sistema bancario italiano — notoriamente uno dei più colpiti dal fenomeno di deterioramento del credito — dopo il picco del 2015, quando lo stock di NPL ammontava a circa 200 mld (l'11% degli attivi) in termini netti (I. Visco, Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide, *Lectio magistralis* all'Università di Tor Vergata, 16-4-2018, 7), si è registrato un miglioramento, sia in termini di stock sia di flusso. I primi, al netto delle rettifiche, si sono ridotti dai 200 mld del 2015 a circa 140 mld a fine 2017, mentre i flussi nel 2017 erano pari, in rapporto al totale dei finanziamenti, al 2% circa, contro un picco di più del 5% nel 2013.

<sup>3</sup> L'elevato stock di crediti deteriorati ha effetti negativi sui conti economici, perché comprime i ricavi (a es., per effetto del mancato incasso di interessi), immobilizza risorse finanziarie e umane delle banche e deprime il prezzo delle azioni di quelle quotate. Ne discende un incremento del rischio di crisi bancarie e, in ultima analisi, della sopportazione pubblica del rischio bancario: E. BECCALLI, E. COLETTI, C. SIMONE, *NPLs delle Banche europee: determinanti macroeconomiche e di impresa*, Oss. Mon., 2015, 2, 3 s. Se la necessità di ridurre la consistenza dei crediti deteriorati e prevenirne l'accumulo raccoglie un consenso pressoché unanime, si discute in ordine alla velocità e alla tecnica con cui procedervi: si osserva, in particolare, come corra un nesso solo indiretto fra numero di crediti deteriorati e capacità di credito della banca, mentre quest'ultima è direttamente legata alla redditività e alla disponibilità di liquidità, le quali potrebbero essere negativamente influenzate anche da una politica di cessione indiscriminata dei crediti su un mercato che — allo stato attuale — offre prezzi di gran lunga più bassi degli accantonamenti patrimoniali a copertura delle perdite. Cfr. P. ANGELINI, *Do high levels of NPLs impair banks' credit allocation?*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e Vigilanza, 2018, 2. Cfr. anche la documentazione di accompagnamento alla proposta di Direttiva in cui si legge che “*in seguito alla crisi finanziaria e del debito sovrano e alle conseguenti recessioni, in alcune parti del settore bancario dell'UE si sono accumulati crediti deteriorati (NPL). Livelli elevati di NPL incidono sulla stabilità finanziaria in quanto gravano sulla redditività e sulla stessa sostenibilità degli enti interessati e hanno un impatto sulla crescita economica, a causa della riduzione dei prestiti bancari. Di conseguenza, i crediti deteriorati si ripercuotono negativamente sia sul funzionamento dell'Unione bancaria sia sulla creazione di un'Unione dei mercati dei capitali*” (Documento di lavoro dei servizi della commissione sintesi della valutazione d'impatto, Lo sviluppo dei mercati secondari dei crediti deteriorati tramite l'eliminazione degli ostacoli indebiti alla gestione dei crediti da parte di terzi e al trasferimento dei crediti, SWD (2018) 76 final).



Non a caso quest'atto normativo è stato concepito nell'ambito del "Piano d'azione per affrontare la questione del credito deteriorato in Europa" <sup>(4)</sup> finalizzato a gestire l'ingente *stock* di crediti deteriorati e a prevenire un ulteriore aumento di posizioni deteriorate in futuro. Il piano di azione, peraltro, prevede tre "pilastri" (di cui uno è proprio la Direttiva) per la prevenzione e la cura dell'accumulo dei crediti NPL che riguardano i seguenti profili:

- i. prudenziale, attraverso uno specifico intervento finalizzato a migliorare le strategie di accantonamento dei fondi a copertura dei rischi dei rischi associati ai prestiti futuri che potrebbero essere classificati come NPL <sup>(5)</sup>, con l'obiettivo di evitare un ulteriore accumulo di NPL nei bilanci bancari;
- ii. armonizzazione del mercato degli NPL, attraverso la creazione di un mercato secondario degli NPL di natura bancaria efficiente e trasparente. Obiettivo questo da raggiungersi attraverso un intervento normativo e regolamentare, individuato proprio nella Direttiva. Complementare a questo obiettivo risultava quello di sviluppare un mercato europeo della gestione di questi crediti

---

<sup>4</sup> Presentato dal Consiglio nel luglio 2017, il Piano d'azione coinvolge diverse istituzioni (BCE, EBA, Commissione) nei quattro settori: i) vigilanza e regolamentazione bancarie; ii) riforma della disciplina in materia di ristrutturazione, di insolvenza e di recupero dei crediti; iii) sviluppo di mercati secondari delle attività deteriorate; iv) promozione della ristrutturazione del sistema bancario. La politica UE prevede misure complementari, alcune delle quali incentrate sulla valutazione del rischio di credito al momento della sua concessione; altre, al rapido riconoscimento e alla gestione dei crediti deteriorati; altre ancora, alla valorizzazione di quest'ultimi. Nel settore della vigilanza, si segnalano le linee guida emanate dalla BCE nel marzo 2017 per la individuazione, misurazione, gestione e cancellazione dei NPL, estese dalla Banca d'Italia anche alle banche *less significant* sottoposte alla sua vigilanza nel gennaio 2018, cui è seguito, nel mese di marzo, l'Addendum della BCE. In data 16 dicembre 2020 è poi seguito l'elaborazione della "NPL Strategy" tenendo altresì conto della crisi pandemica nel frattempo intervenuta.

<sup>5</sup> L'obiettivo è stato raggiunto attraverso una modifica del regolamento sui requisiti di capitale delle banche (c.d. CRR) con il quale sono stati previsti obblighi di accantonamento rafforzati nel caso di crediti deteriorati; peraltro, in caso di violazione di tali obblighi sono previste misure di penalizzazioni consistenti nella deduzione del Tier1.



deteriorati attraverso la creazione di una disciplina armonizzata dei c.d. “gestori di crediti” da sottoporre ad un regime di autorizzazione e di vigilanza nonché a regole minime di natura qualitativa (e.g. requisiti professionalità, organizzativi e di governance) e non di carattere prudenziale. L'esistenza di regole armonizzate avrebbe consentito l'introduzione di un “passaporto europeo” capace di consentire l'operatività transfrontaliera dei soggetti autorizzati per operare in tutta la UE <sup>(6)</sup>.

- iii. *badbank* europea, attraverso la predisposizione di una disciplina, non vincolante, per gli Stati Membri che intendano far ricorso a c.d. “*badbank*” nazionali, e cioè *asset management companies* (AMCs) dedicate alla gestione di attivi nel rispetto delle norme UE vigenti nel settore bancario e in materia di aiuti di Stato.

L'obiettivo di cui al punto sub (ii) è stato raggiunto proprio attraverso la Direttiva che ha inciso su tutte le forme della “gestione dei crediti” <sup>(7)</sup> attraverso la previsione di una disciplina che riguarda la gestione

---

<sup>6</sup> Cfr. P. Carriere, La Direttiva su “gestori” e “acquirenti” di NPL: prospettive per il mercato italiano, in *Diritto Bancario*, dicembre 2021, in base al quale “*un fattore che viene ritenuto ulteriormente scoraggiante per l'accesso di nuovi investitori al mercato europeo dei NPL viene poi individuato nell'assenza di un mercato sviluppato di “gestori di crediti”. L'apertura, anche a investitori terzi, di un mercato europeo dei NPL e delle attività di gestione dei crediti – allargando i confini dei singoli mercati nazionali, altrimenti asfittici e frammentati, eliminando o armonizzando vincoli e barriere legali e regolamentari - viene ritenuto un obiettivo prioritario per dare efficienza e trasparenza ad esso, per consentire il raggiungimento di economie di scala, incentivare la competizione, aumentare i volumi di transazioni in NPL, incrementarne i prezzi bid e ridurre il gap bidask, abbattere i costi delle attività di gestione dei crediti*”.

<sup>7</sup> Guardata nella prospettiva civilistica, la «gestione» indica tutti gli atti attraverso i quali il creditore esegue il contratto di credito e persegue la soddisfazione del proprio interesse. Essa può, quindi, includere i più vari atti giuridici, dalla rinegoziazione del contratto con atti modificativi del rapporto alla diffida ad adempiere, all'esercizio dell'azione di adempimento e delle azioni esecutive ecc.



interna, la delega della gestione ad un terzo e la dismissione tramite cessione <sup>(8)</sup>.

Occorre, tuttavia, evidenziare sin da subito come questo obiettivo non sarà di agevole raggiungimento considerato che la disciplina dell'acquisto e della gestione dei crediti sconta importanti divergenze normativa tra gli Stati membri; basti considerare che in alcuni casi queste attività sono soggette a riserva (è il caso dell'Italia) mentre in altri sono completamente prive di vincoli (Francia e Spagna). A questa circostanza si aggiunge inoltre il problema del valore dei crediti scambiati sul mercato secondario, strettamente dipendente dal loro tempo di recupero. In particolare, le inefficienze nell'escussione delle garanzie — anch'esse acuite dalle divergenze normative fra le legislazioni degli Stati Membri — riducono il valore di recupero atteso dalla banca e incidono negativamente sul prezzo offerto sul mercato secondario, disincentivando le banche a perseguire la strategia della cessione sul mercato secondario in alternativa alla gestione interna o affidata a terzi <sup>(9)</sup>.

---

<sup>8</sup> P. BONGINI, M.L. DI BATTISTA, L. GASPARINI, L. NIERI, *La gestione dei crediti deteriorati: un'analisi delle principali soluzioni*, Oss. Mon., 2015, 2, 46 s., che segnalano come la gestione del portafoglio di NPLs debba svolgersi secondo una strategia di sfruttamento integrato delle varie tecniche; alla tripartizione proposta BAGLIONI, HAMAUI, *Modelli di gestione dei crediti deteriorati nel nuovo assetto regolamentare* Oss. Mon., 2018, aggiungono il carve-out della piattaforma di *servicing* con un partner, seguita da molti importanti istituti bancari italiani nel biennio 2017-2018.

<sup>9</sup> Cfr. sul punto *Commission Staff Working Document – Impact Assessment, Part1/2, SWD (2018) 75 final* in cui si legge che “*La limitata partecipazione dei soggetti diversi dalle banche ha determinato una bassa domanda, una debole concorrenza e bassi prezzi denaro (bid) sui mercati secondari; tutto ciò disincentiva le banche a vendere i crediti deteriorati*”. Dello stesso avviso anche Confortini, per cui “*un elemento particolare che scoraggia gli investitori in crediti deteriorati dal fare ingresso sul mercato è la difficoltà di accedere a terzi prestatori di servizi di gestione di crediti, che fino a poco tempo fa erano praticamente assenti nella maggior parte degli Stati membri dell'UE e che operano su mercati segmentati*”, V. CONFORTINI, *Autonomia privata e realizzazione del credito garantito. La proposta di direttiva europea relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali*, in *Europa e Diritto privato*, 2018.



Conscio di tutte queste difficoltà, il legislatore europeo ha preferito – non a caso – adottare lo strumento della direttiva in luogo del regolamento il quale avrebbe sì garantito una completa armonizzazione del mercato ma reso più lungo e difficile il raggiungimento di un accordo tra gli Stati membri in fase negoziale.

Queste preoccupazioni sono riflesse nella documentazione che ha accompagnato e preceduto la proposta di Direttiva (i.e. il *Commission Staff Working Document – Impact Assessment* <sup>(10)</sup>) dalla quale emerge come il legislatore si sia interrogato a lungo sulla natura normativa del provvedimento da adottare. In particolare, tre erano le possibilità: una strada più “soft” consistente nella previsione di un set di principi comuni non vincolanti volti solo ad intaccare le più significative barriere di ingresso oggi vigenti; tale strada pur riducendo le vigenti restrizioni al trasferimento di NPL e alla connessa prestazione delle “attività di gestione dei crediti” non avrebbe però consentito di sviluppare un mercato unico. Una seconda possibilità - che potremmo definire intermedia ed è quella che è stata poi adottata dal legislatore - era quella di adottare una direttiva che prevedesse un sistema di passaportazione, pur mantenendo in capo agli Stati Membri specifiche discipline nazionali. Infine, la terza via, quella più radicale, consistente nell’adozione di un regolamento, che prevedesse al contempo un regime di passaportazione ma anche di disciplina uniforme di ingresso al mercato e di comportamento su di esso, sia con riferimento agli acquirenti di NPL che ai *servicer* degli stessi. Si tratta di una soluzione che, come detto, avrebbe avuto il pregio di creare un vero mercato unico

---

<sup>10</sup> *Commission Staff Working Document – Impact Assessment, Part1/2, SWD (2018) 75 final*. Il documento è stato oggetto di modifiche a fronte di una prima versione sottoposta in data 8 dicembre 2017 al *Regulatory Scrutiny Board* (“RSB”) che lo ha approvato nella sua versione finale in data 13 febbraio 2018 Ares (2018)827204, 13/02/2018.



degli NPL ma avrebbe comportato le resistenze di quei Paesi (come il nostro) in cui esiste una disciplina articolata e complessa dell'acquisto e della gestione dei crediti e le cui peculiarità andavano salvaguardate. Da qui la scelta di adottare la via intermedia della direttiva che lascia agli Stati membri, attraverso la previsione di discrezionalità nazionali, un margine di discrezione nel valutare le misure di recepimento che meglio possano conciliarsi con il loro vigente quadro normativo, attesa la molteplicità di ricadute e interconnessioni che tale operazione di recepimento presenta rispetto alla normativa anche di natura civile, commerciale e fallimentare, oltre a quella più strettamente regolamentare <sup>(11)</sup>.

In questo contesto si delinea, così, l'itinerario lungo il quale si muove la Direttiva, composta di otto titoli - Oggetto, ambito di applicazione e definizioni (Titolo I); Gestori di crediti (Titolo II); Acquirenti di crediti (Titolo III); Vigilanza (Titolo IV); Misure di salvaguardia e obbligo di collaborazione (Titolo V); Modifiche e disposizioni finali (Titoli VI e VII) <sup>(12)</sup> – e della quale si proverà a fornire un quadro nei prossimi paragrafi.

---

<sup>11</sup> Nella documentazione che ha accompagnato la pubblicazione della proposta di direttiva si legge che “*sulla base della valutazione e dell'analisi degli impatti, è stata prescelta l'opzione 2 perché consegue gli obiettivi strategici e presenta al contempo il miglior rapporto costo-benefici. Inoltre, l'opzione 2 rappresenta il giusto punto di equilibrio tra la realizzazione della coerenza a livello dell'UE e il riconoscimento agli Stati membri del margine di flessibilità che consente loro di attuare le nuove norme secondo modalità che riducono al minimo l'impatto sul diritto nazionale privato (civile e commerciale), patrimoniale e pubblico, in considerazione delle molteplici interconnessioni con il diritto pubblico e privato degli Stati membri. Di conseguenza, l'opzione 2 è ritenuta la più proporzionata delle tre prese in esame*” cfr. Documento di lavoro dei servizi della commissione sintesi della valutazione d'impatto, Lo sviluppo dei mercati secondari dei crediti deteriorati tramite l'eliminazione degli ostacoli indebiti alla gestione dei crediti da parte di terzi e al trasferimento dei crediti, SWD (2018) 76 *final*.

<sup>12</sup> Si evidenzia che la proposta di Direttiva conteneva un Titolo in più che poi è stato espunto denominato “Escussione extragiudiziale accelerata delle garanzie”, finalizzata a obbligare tutti gli Stati membri ad introdurre nel loro ordinamento una fattispecie di escussione stragiudiziale delle garanzie reali armonizzata al fine di incentivare la concessione transfrontaliera di prestiti grazie alla riduzione dell'in-



## 2. Ambito di applicazione oggettiva

Il Titolo I della Direttiva è dedicato alla definizione dell'oggetto e dell'ambito di applicazione della stessa; innanzitutto la Direttiva si riferisce agli "acquirenti" e ai "gestori" di crediti di NPL originati da banche <sup>(13)</sup>. La Direttiva invece non si applica quando la gestione o l'acquisto di questi crediti è svolta da banche, società di gestione del risparmio e intermediari finanziari vigilati. Inoltre, la Direttiva lascia impregiudicate le prescrizioni delle legislazioni nazionali degli Stati membri quando l'acquirente di crediti è una società veicolo per la cartolarizzazione (come definita dal Regolamento Cartolarizzazioni<sup>14</sup>) nella misura in cui tali legislazioni nazionali: a) non influiscono sul livello di tutela garantita ai consumatori dalla presente direttiva; b) assicurano che le autorità competenti ricevano le informazioni necessarie dai gestori di crediti. Inoltre la Direttiva non traccia distinzioni in ordine alla qualità soggettiva del debitore (sono previste, tuttavia, disposizioni ad hoc a tutela del consumatore) né alla classe di credito deteriorato <sup>(15)</sup>.

---

certezza sugli esiti dei processi esecutivi. Il creditore potrà infatti convenire tale facoltà di escussione stragiudiziale con riguardo a un bene situato in uno Stato Membro diverso dal proprio, senza incorrere nei costi di consulenza legale e nelle incertezze legate a un sistema giuridico sconosciuto. Questo Titolo è stato espunto dalla Direttiva nel corso del negoziato proprio a causa della complessità di introdurre norme adatte per tutti i Paesi che non sono riusciti a trovare una proposta di compromesso.

<sup>13</sup> In particolare agli enti creditizi come definiti dall'art. 4, paragrafo 1 del CRR.

<sup>14</sup> Cfr. l'articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2017/2402 in base al quale, come visto nei capitoli precedenti, la «società veicolo per la cartolarizzazione» o «SSPE»: *è una società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente*».

<sup>15</sup> In particolare, fra sofferenze e inadempienze probabili. Il trattamento unitario del credito è criticato da chi avrebbe reputato opportuno gradare la disciplina in ragione della qualità del credito deteriorato, riservando le inadempienze probabili (c.d. *unlikely to pay*) alla gestione dei fondi di ristrutturazione (P. CARRIÈRE, *Il prevedibile impatto per il sistema finanziario e imprenditoriale italiano della proposta di direttiva*



Inoltre, l'ambito di applicazione della direttiva è ulteriormente limitato con riferimento ai rapporti di consumo. Nel dettare la disciplina della circolazione e gestione dei crediti deteriorati, la proposta prevede che le norme in materia di tutela dei consumatori continuino ad applicarsi a prescindere da chi sia il titolare o il gestore del credito e dal regime giuridico vigente nello Stato Membro dell'acquirente o del gestore del credito <sup>(16)</sup>. La tutela consumeristica, in altre parole, inerisce al rapporto di credito originario e permane nel caso di cessione del credito o di affidamento della gestione del rapporto a terzi.

In buon sostanza, la Direttiva traccia una specie di “doppio binario” <sup>(17)</sup> di fatto stabilendo due regimi distinti per la gestione del credito a seconda della circostanza che esso sia o meno di origine bancaria e sia o meno deteriorato. I crediti, ad esempio, in bonis originati dalle banche sono infatti non ricompresi nell'ambito di applicazione della Direttiva, con la conseguenza che - salvo scelte “estensive” effettuate dagli Stati membri in fase di recepimento – questi crediti sarebbero soggetti ad una disciplina completamente diversa da quella dei crediti NPL. Circostanza, questa, che crea, come si vedrà, non pochi problemi

---

*sullo sviluppo dei mercati secondari di NPL. Opportunità e rischi (memori del “bail-in”), in Diritto bancario, aprile 2018). Peraltro, i crediti UTP possiedono caratteristiche peculiari rispetto ai crediti deteriorati poiché sono crediti “vivi” che necessitano – ai fini della relativa gestione – competenze diverse a quelle richieste ai gestori di sofferenze come, ad esempio, la nuova finanza.*

<sup>16</sup> Cfr. V. CONFORTINI, *Autonomia privata e realizzazione del credito garantito*. Op. cit. in base alla quale “La direttiva non pregiudicherebbe la tutela dei consumatori garantita dalle dir. sul credito ipotecario 2014/17, sul credito al consumo 2008/48 e sulle clausole abusive 93/13 nonché dalle rispettive disposizioni nazionali di recepimento, che continuerebbero a trovare applicazione indipendentemente da chi acquisti o gestisca il credito”.

<sup>17</sup> Cfr. sul punto anche P. CARRIERE, op. cit. che parla di “doppio regime” in relazione alla disciplina dell'acquisto e delle attività di gestione che abbiano ad oggetto “crediti”, posto che, per ogni altro credito, di natura diversa da quella “deteriorata” e/o di origine diversa da quella bancaria, permarrrebbe vigente l'attuale e diverso sistema di riserve e di regole disciplinari”.



all'ordinamento italiano fondato sull'esistenza di una disciplina pressoché unitaria dell'attività di acquisto e gestione dei crediti <sup>(18)</sup>. Peraltro, la Direttiva riconosce agli Stati membri la facoltà di esentare dall'applicazione della stessa una porzione di crediti non performing, vale a dire i crediti UTP <sup>(19)</sup>. Questa scelta è dovuta, forse, alla consapevolezza da parte del legislatore che la gestione dei crediti UTP richiede expertise diverse da quelle necessarie per la gestione dei crediti deteriorati nonché interventi (come l'erogazione di nuova finanza) per cui la mera autorizzazione di *servicer* non sarebbe sufficiente. Qualora gli Stati membri decidessero di applicare questa discrezionalità si creerebbe un sistema a ben “tre binari”, uno per i crediti in bonis, uno per quelli UTP e uno per quelli deteriorati. Una condizione, evidentemente, non ottimale che rischia di pregiudicare l'obiettivo di armonizzazione auspicato dalla Direttiva.

### 3. Ambito di applicazione soggettiva

Sotto un profilo soggettivo, la Direttiva contempla una serie di figure di nuova introduzione a cui si applica la disciplina ivi contenuta; in particolare la Direttiva si riferisce a tre principali attori:

---

<sup>18</sup> È stato, invece, completamente superato il problema che era stato sollevato da molti autori al momento della pubblicazione della proposta della Direttiva. In particolare, dal punto di vista terminologico questa si riferiva alle “cessioni di contratti di credito” escludendo le “cessioni di credito”. Ciò poneva il rischio almeno nell'ordinamento italiano, di circoscrivere l'intera disciplina alle sole cessioni del contratto di credito, lasciando escluse, ad es., le operazioni di cartolarizzazione e le cessioni di singoli crediti. Il che sarebbe stato piuttosto problematico soprattutto nell'ottica di favorire il mercato secondario del credito deteriorato, la cui circolazione, seppure non esclusivamente, è in Italia affidata alla cessione del credito. Sul punto cfr. P. CARRIERE, op. cit..

<sup>19</sup> Cfr. art. 2.3 in base al quale “*La presente direttiva non pregiudica le limitazioni imposte dalle normative nazionali degli Stati membri in merito al trasferimento dei diritti del creditore derivanti da un contratto di credito deteriorato o del contratto di credito deteriorato stesso, che non è scaduto, è scaduto da meno di 90 giorni o che non è risolto conformemente al diritto civile nazionale*”.



- i. i gestori dei crediti (*credit servicer*) <sup>(20)</sup>, ossia i soggetti che svolgono, tra l'altro, attività di riscossione dei crediti (o una delle altre attività connesse alla gestione come la rinegoziazione, la gestione dei reclami; l'informativa ai debitori): per loro sarebbe previsto un regime autorizzativo e di vigilanza minimale (ridotti requisiti organizzativi e di fit and proper) nonché il passaporto europeo;
- ii. gli acquirenti di crediti (*credit purchaser*) <sup>(21)</sup>, ossia i cessionari di crediti (sia deteriorati); essi non sarebbero soggetti ad alcuna forma di autorizzazione, ma solo a limitati obblighi informativi verso le autorità di vigilanza, anche nel caso in cui operino in Stati dell'UE diversi dal proprio;
- iii. il fornitore di servizi di gestione dei crediti (*credit service provider*), ossia il terzo di cui si avvale il gestore “per lo svolgimento di una delle attività di gestione”. Quest'ultimo, come l'acquirente di crediti, non è soggetto a particolari requisiti e deve essere considerato un soggetto a cui il *credit servicer* può esternalizzare alcune attività connesse a quella di recupero.

La distinzione tra le tre figure non è sempre agevole; ad esempio, con riferimento a quella di “gestore” e quella di “fornitore di servizi” non può essere rintracciata nell'attività svolta – che è effettivamente coincidente – quanto piuttosto con riferimento al rapporto negoziale sottostante. Si dovrà, infatti, parlare di “gestore”, quando le attività di

---

<sup>20</sup> Il base alla Direttiva il “gestore di crediti” è “una persona giuridica che, nel quadro della sua attività d'impresa, gestisce e fa rispettare i diritti e gli obblighi legati ai diritti del creditore derivanti da un contratto di credito deteriorato o al contratto di credito deteriorato stesso, per conto di un acquirente di crediti, e svolge almeno una o più delle attività di gestione dei crediti” (cfr. art. 3).

<sup>21</sup> Il base alla Direttiva l'“acquirente di crediti” è “qualsiasi persona fisica o giuridica diversa da un ente creditizio che acquisisce i diritti del creditore derivanti da un contratto di credito deteriorato o il contratto di credito deteriorato stesso, nell'esercizio della propria attività commerciale o professionale, conformemente al diritto dell'Unione e al diritto nazionale applicabili” (cfr. art. 3).



gestione crediti risultino svolte per conto di un acquirente di crediti, sulla base di un apposito “contratto di gestione del credito”; nel caso in cui, invece, le stesse menzionate attività siano svolte da un soggetto terzo sulla base di un “contratto di esternalizzazione” stipulato con un credit *servicer* autorizzato, quel terzo sarà (solo) un “fornitore di servizi”, soggetto alla disciplina sull'esternalizzazione<sup>(22)</sup>.

Con riferimento alla distinzione tra “gestore” e “acquirente” anche questa è meno netta di quanto possa sembrare all'inizio; si pensi ad esempio al caso in cui l'acquirente decida anche di gestire “in proprio” i crediti acquistati. In questi casi la Direttiva prevede che questa opzione di “gestione diretta” non sarà sempre possibile; e infatti, un “acquirente” sarà comunque tenuto – per lo svolgimento di attività di gestione dei crediti acquistati – a nominare un “gestore” (ovvero, a seconda dei casi, alternativamente, un Ente Creditizio o altro intermediario vigilato), laddove il debitore sia un “consumatore”, o anche (ma ciò solo se l'acquirente sia soggetto extra-Ue) altra “persona fisica, lavoratore indipendente, microimpresa, piccola impresa e PMI”<sup>(23)</sup>. Peraltro, la Direttiva prevede la possibilità per gli Stati membri di estendere quest'obbligo anche ad altre tipologie di contratti.

Ne consegue, quindi, che salvo i casi sopra evidenziati, il soggetto acquirente che intenda gestire in proprio i crediti acquistati non è tenuto né ad “autorizzarsi” né a possedere gli specifici requisiti previsti, come

---

<sup>22</sup> Sul punto occorre evidenziare che la Direttiva vieta l'esternalizzazione, da parte del gestore, di tutte le attività tipiche che connotano l'attività di gestione.

<sup>23</sup> Cfr. Considerando 42, in cui si legge che “Inoltre, al fine di garantire meglio il mantenimento degli stessi standard in materia di diritti dei consumatori dopo il trasferimento del contratto di credito deteriorato, l'acquirente di crediti che sia domiciliato nell'Unione o abbia la propria sede legale o, qualora a norma del suo diritto nazionale non abbia una sede legale, la propria sede principale nell'Unione dovrebbe anch'esso essere tenuto a designare un ente creditizio, un ente non creditizio soggetto a vigilanza da parte di un'autorità competente di uno Stato membro a norma della direttiva 2008/48/CE o della direttiva 2014/17/UE o un gestore di crediti per svolgere attività di gestione dei crediti in relazione ai contratti di credito deteriorato conclusi con i consumatori”.



si vedrà, per i gestori di crediti. Agli acquirenti che fanno gestione in proprio, infatti, risultano applicabili solo i doveri generali (e generici) di comportamento sanciti nell'art. 10 in base al quale “*gli Stati membri esigono che gli acquirenti di crediti e i gestori di crediti, nei loro rapporti con i debitori: a) agiscano in buona fede, in modo equo e professionale; b) forniscano ai debitori informazioni che non siano fuorvianti, poco chiare o false; c) rispettino e tutelino le informazioni personali e la riservatezza dei debitori; d) comunichino con i debitori in un modo che non costituisca molestia, coercizione o indebito condizionamento*” (24).

Infine, sempre con riferimento alla figura dell'acquirente che gestisce in proprio non sembra che questo possa avvalersi, in regime di esternalizzazione, di “fornitori di servizi”, posto che delegando negoziabilmente la gestione dei crediti nella sua veste di “acquirente” (per quanto anche gestore in proprio ma, come detto, non formalmente tale), ciò potrebbe allora richiedere necessariamente l'intervento di un (vero e proprio) “gestore” (che sia formalmente tale), tramite la stipula di un “contratto di gestione” (25).

#### **4. Requisiti dei credit *servicer* e degli acquirenti dei crediti**

Come anticipato la Direttiva fissa regole armonizzate per i *servicer* definiti, come detto, come le persone giuridiche che, nel quadro della

---

<sup>24</sup> Sul punto si veda anche il considerando n. 20 in base al quale: “*I gestori di crediti e gli acquirenti di crediti dovrebbero sempre agire in buona fede, trattare in modo equo i debitori e rispettare la loro vita privata. Non dovrebbero nuocere né fornire informazioni fuorvianti ai debitori. Prima dell'avvio dell'attività di recupero dei crediti e ogniqualvolta richiesto dai debitori, è opportuno che i gestori di crediti forniscano ai debitori informazioni riguardanti, tra l'altro, il trasferimento che ha avuto luogo, l'identificazione e i dati di contatto dell'acquirente di crediti e del gestore di crediti, se designato, nonché informazioni sugli importi dovuti dal debitore e una dichiarazione attestante che continua ad applicarsi tutto il pertinente diritto dell'Unione e nazionale*”.

<sup>25</sup> Cfr. sul punto P. CARRIERE, op. cit.



loro attività di impresa, prestano “attività di gestione dei crediti” e cioè: recupero e riscossione; rinegoziazione; gestione dei reclami; informazione del debitore<sup>26</sup>.

Per i *servicer* la Direttiva introduce un regime di autorizzazione che richiede, inter alia, requisiti di professionalità e onorabilità in capo ad esponenti aziendali e detentori di partecipazioni qualificate, nonché presidi organizzativi, quale, in particolare quello finalizzato all'applicazione di “*una politica adeguata a garantire il rispetto delle norme in materia di tutela e il leale e diligente trattamento dei debitori, anche tenendo conto della loro situazione finanziaria e, se del caso, della necessità di deferire tali debitori a consulenti in materia di debito o ai servizi sociali*” (artt. 4 e 5). Requisiti specifici in materia di AML sono richiesti quando il *servicer* intenda detenere fondi. Specifiche disposizioni sono dettate in materia di contenuto del “contratto di gestione del credito” che deve essere stipulato tra un “gestore” o un “acquirente” (salvo che questo, nei casi consentiti dalla Direttiva, non decida di gestire direttamente i propri crediti), dandosi luogo ad una vera e propria tipizzazione di questo modello negoziale. Altri aspetti normati sono l'esternalizzazione (ammessa solo in forma parziale e verso un “fornitore di servizi di gestione di crediti”) e la prestazione dell'attività cross-border, prevedendo un regime di passaportazione

---

<sup>26</sup> La Direttiva consente di esentare dall'applicazione dei requisiti previsti dalla SMD coloro che svolgono determinate professioni, come quelle di notaio e avvocato che potranno continuare a svolgere tala attività senza assoggettarsi a questa disciplina. Cfr. considerando n. 23 in base al quale “*esistono alcune professioni che svolgono attività accessorie simili alle attività di gestione dei crediti nell'ambito della loro professione, vale a dire notai, avvocati e ufficiali giudiziari che esercitano le loro attività professionali ai sensi del diritto nazionale e che attuano l'esecuzione di misure vincolanti, ragion per cui gli Stati membri dovrebbero poter esentare anche tali professioni dall'applicazione della presente direttiva*”.



analogo a quello operante in ambito di servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio <sup>(27)</sup>.

Con riferimento all'attività di acquisto dei crediti, non sono previsti requisiti autorizzativi (né sembra che sia attribuita agli Stati membri la facoltà di prevederne in fase di recepimento della Direttiva <sup>(28)</sup>) ma solo informativi (a favore dell'acquirente e a carico degli enti creditizi, in sede pre-negoziale) e da parte dell'acquirente all'autorità di vigilanza, con finalità statistiche e di monitoraggio del mercato. Come visto, peraltro, qualora l'acquirente decida anche di gestire in proprio i crediti acquistati esso non sarà soggetto a nessuno dei requisiti previsti per i *servicer*; una scelta questa non particolarmente comprensibile in ottica di sistema e che rischia di prestare il fianco a pesanti arbitraggi regolamentari, soprattutto nel caso in cui l'acquisto sia effettuato, solo per fini gestori, proprio da un soggetto non in possesso dei requisiti per ottenere l'autorizzazione come *servicer*. Scelta, peraltro, che sembra poco comprensibile con la finalità della Direttiva che è innanzitutto quella di circondare la prestazione dell'attività di gestione di una serie

---

<sup>27</sup> In particolare, per il caso di operatività cross-border la Direttiva attribuisce la responsabilità per il controllo del rispetto degli obblighi imposti dalla direttiva sui crediti *servicer* (e alcuni obblighi di controllo nei confronti dei credit purchasers) alla home country authority (principio dell'home country control).

<sup>28</sup> Cfr. Considerando n. 40 “*Poiché non creano nuovi crediti ma, al contrario, così come stabilito dalla presente direttiva, acquistano a proprio rischio solo contratti di credito deteriorato esistenti, gli acquirenti di crediti non destano preoccupazioni sotto il profilo prudenziale e il loro potenziale contributo al rischio sistemico è trascurabile. Non è quindi giustificato imporre agli acquirenti di crediti di chiedere un'autorizzazione, ma è tuttavia importante che continuino ad applicarsi le norme dell'Unione e nazionali in materia di protezione dei consumatori e che i diritti dei debitori continuino ad essere quelli derivanti dal contratto di credito iniziale*” e art. 17.2. “*Gli Stati membri provvedono affinché l'acquirente di crediti non sia soggetto ad alcun requisito amministrativo aggiuntivo per l'acquisto di diritti del creditore derivanti da un contratto di credito deteriorato o dello stesso contratto di credito deteriorato oltre a quelli previsti dalle disposizioni nazionali che recepiscono la presente direttiva o dalle disposizioni pertinenti del diritto inteso alla protezione dei consumatori, del diritto contrattuale, civile o penale*”).



di cautele che ne garantiscano una prestazione secondo *fit and proper criteria*, anche nell'interesse del debitore.

La Direttiva, infine, detta un quadro uniforme dell'attività di vigilanza che dovrà essere svolto dalle autorità competenti designate dai singoli Stati membri. Gli Stati membri sono, infatti, tenuti a individuare l'autorità nazionale competente a esercitare i poteri previsti dalla direttiva nei confronti dei: a) *credit servicer*; b) soggetti cui questi ultimi hanno esternalizzato funzioni relative all'attività di *servicing*; c) *credit purchaser* (e, se nominati, dei loro rappresentanti nell'UE).

La direttiva però non fornisce indicazioni specifiche al riguardo: in particolare non è richiesto che l'autorità individuata ai sensi della SMD coincida con l'autorità di vigilanza sul settore bancario ed è prevista la possibilità che a livello nazionale vengano designate più *home country authorities* (a condizione che venga individuato un unico *contact point* per gli scambi con le autorità degli altri Stati membri e che il regime messo a punto a livello nazionale assicuri il rispetto delle disposizioni di attuazione della direttiva).

## 5. Criticità della Direttiva

Come detto la Direttiva si pone l'obiettivo – condiviso anche dalla BCE e dalle banche centrali nazionali – di rafforzare l'unione bancaria e completare il processo di Unione dei mercati dei capitali (CMU) attraverso la risoluzione del tema dell'accumulo degli NPL nei bilanci bancari, aggravato peraltro ulteriormente dalla crisi pandemica.

Pur condividendo l'obiettivo della Direttiva, occorre evidenziare qualche limite dell'atto normativo in esame che potrebbe incidere proprio sul raggiungimento dello stesso.

Il primo limite può essere rintracciato nell'ambito oggettivo di applicazione; ci si riferisce alla scelta di limitare, da un lato, l'applicazione della Direttiva ai crediti originati solo dalle banche e,



dall'altro, di non differenziare tra crediti *non performing*. Con riferimento al primo punto, l'impostazione della Direttiva crea un doppio binario tra crediti originati dalle banche e crediti originati da altri enti; si pensi, ad esempio, al mondo delle cessioni (ivi incluse le cartolarizzazioni) di fatture che sono completamente trascurate dalla Direttiva. Anche la scelta di non differenziare tra tipologie di debitori risulta problematica; come evidenziato, infatti, la Direttiva fa salve solo le esposizioni verso "consumatori" - per i quali viene sostanzialmente garantito il rispetto del regime di tutela già oggi vigente in base alle normative europee e nazionali - tralasciando una serie di categorie (es. le PMI) che forse avrebbero meritato qualche attenzione in più.

Tuttavia, la scelta in assoluto più critica è rappresentata da quella di riferirsi genericamente ai "crediti NPL" omettendo di considerare che non si tratta di una categoria uniforme, bensì di un gruppo di cui fanno parte anche quei crediti denominati UTP (*Unlikely To Pay*) che rappresentano – almeno nel nostro Paese – una porzione non marginale dei crediti NPL.

Si tratta, in particolare, di crediti vantati dal sistema bancario, verso debitori di natura corporate, tipicamente piccole-medie imprese (PMI) che hanno intrapreso o hanno prospettive di poter intraprendere percorsi virtuosi di uscita e di composizione della crisi, attraverso il ricorso alle molteplici procedure giudiziali o stragiudiziali previste da molti legislatori europei (incluso il nostro) <sup>(29)</sup>. Si tratta, quindi, di crediti "vivi" per cui la gestione non è di tipo liquidatoria e che richiedono competenze e licenze specifiche come quella che consente l'erogazione

---

<sup>29</sup> P. CARRIERE, op.cit. definisce questa categoria come UTP Ristrutturabili che rappresentano, secondo l'Autore, una "categoria di NPL presenta una estrema rilevanza proprio nel caso italiano, in presenza di un sistema imprenditoriale di PMI ancora pesantemente e diffusamente impegnato in percorsi di ristrutturazione e uscita dalla crisi del decennio trascorso, ulteriormente aggravata oggi per effetto della pandemia Covid 19".



di nuova finanza. Attività, quest'ultima, che non potrebbe essere esercitata dal *servicer* della SMD senza ulteriori autorizzazioni.

Inoltre, l'impostazione della Direttiva lascia intravedere una vera e propria idea di principio: vale a dire quella per cui la riduzione dello *stock* di NPL debba per forza coincidere con la cessione a terzi e non con la gestione del credito che consenta ad alcune categorie di credito – gli UTP appunto – di ritornare *in bonis* (con contestuale riduzione dell'NPL ratio). È chiaro che questa soluzione richiede molto più tempo – e risorse – della mera cessione ma consentirebbe di salvaguardare gli interessi di alcuni soggetti virtuosi per cui esistono effettive possibilità di recupero.

Tuttavia, la Direttiva sembra trascurare questi aspetti e confermare l'assunto indicato (i.e. meglio la cessione) dal momento che l'obiettivo della stessa è *“creare le condizioni normative e regolamentari uniformi affinché possano svilupparsi mercati secondari, razionali, efficienti e trasparenti di NPL sui quali le banche possano “smaltire” i loro crediti deteriorati; strada oggi perlopiù ostacolata dall'inefficienza di quei mercati”*<sup>(30)</sup>.

In buona sostanza, quindi, il quadro presentato dalla Direttiva non sembra ottimale per i crediti UTP che andrebbero – in fase di recepimento a livello domestico – sottratti dall'ambito di applicazione della stessa <sup>(31)</sup>.

---

<sup>30</sup> Cfr. P. CARRIERE, op.cit.

<sup>31</sup> Si tratta, come detto, di una possibilità espressamente prevista dalla Direttiva che consente di escludere gli UTP. Molto critico sull'impostazione della Direttiva circa l'inclusione di questa categoria di crediti è P. Carriere, op. cit. per il quale esisterebbero, in alternativa alla cessione, più efficienti modelli di intervento come ad esempio i c.d. “fondi di Ristrutturazione”. Secondo l'Autore, *“nella prospettiva del sistema bancario, gli effetti più innovativi di tale schema alternativo di gestione possono individuarsi nel mantenere al suo interno (invece di dimetterlo a valori spesso non congrui, in mancanza ad oggi di un mercato trasparente ed efficiente) il plusvalore estraibile dai processi di ristrutturazione attiva di quei crediti, spesso anche tramite la loro conversione in equity, consentendo al contempo di ottenere benefici effetti in termini (i) bilancistici di derecognition; (ii) gestionali di*



Peraltro, la scelta di non tenere conto delle diverse categorie di crediti che possono essere ricondotte nell'alveo della definizione di NPL ha ripercussioni anche sui debitori ceduti. Nei crediti UTP, infatti, il debitore è di norma un soggetto che si trova in difficoltà economica ma che, se correttamente sostenuto, può ritornare *in bonis*. La Direttiva, infatti, fatte salve alcune categorie di investitori come i consumatori, non si interessa della sorte del debitore ceduto.

Ed effettivamente tutto l'impianto dell'iniziativa legislativa nonché le analisi di impatto svolte, prendono in considerazione solo due categorie di soggetti: le banche, che devono ripulire i propri bilanci dagli NPL e gli investitori, per i quali questo mercato rappresenta un'incredibile opportunità di “fare guadagni” anche beneficiando del passaporto europeo che consente di aggredire il mercato europeo – e soprattutto quello italiano – finalmente libero da barriere, grazie alla Direttiva.

Questa impostazione rischia di compromettere l'ancora fragile ripresa in cui buona parte del sistema imprenditoriale risulterà impegnato nel percorso di uscita dalla crisi post-pandemica, per effetto di un'apertura improvvisa del mercato dei crediti deteriorati a soggetti investitori sottratti a qualsiasi “riserva”, disciplina e vigilanza e guidati da una logica eminentemente finanziaria.

---

*razionalizzazione delle risorse e abbattimento dei costi di gestione, esternalizzandola a soggetti competenti e specializzati; (iii) di governance, isolando la banca da ogni profilo relazionale/reputazionale o conflittuale nella gestione del rapporto col debitore; (iv) regolamentare, consentendo una più sana gestione della separatezza banca-industria (nell'ipotesi di conversione dei crediti in equity del debitore) e garantendo una retention strutturale che eviti i fenomeni di moral hazard impliciti nei modelli originate-to-distribute”. Secondo l'A. il Fondo di Ristrutturazione potrebbe essere pensato anche in una prospettiva “sistemica”, come una valida alternativa al modello delle AMC (Asset Management Companies). “Opportunamente incentivato e agevolato – ad esempio tramite il ricorso ad incentivi fiscali e a meccanismi di “creditor drag along” – il ricorso “sistemico” a tale schema di Fondi si pone oggi come un valido modello alternativo di organizzazione di una “bad bank” nazionale che sia focalizzata sulla ristrutturazione di UTP Ristrutturabili con logiche di private equity/turn-around”.*



Come giustamente evidenziato da alcuni <sup>(32)</sup> la “*Direttiva non tiene dunque conto di quelle che invece, nell’ottica del sistema imprenditoriale, dovrebbero essere le priorità da perseguire nel disegnare un efficiente mercato degli NPL: (i) quella di avere interlocutori “empatici”, esperti, pazienti e costruttivi* <sup>(33)</sup>; (ii) quella di disporre di meccanismi e schemi operativi finalizzati ad agevolare e magari ad imporre – in presenza di una pluralità di creditori bancari esposti verso lo stesso debitore – una concentrazione delle posizioni creditorie (altrimenti polverizzate e rappresentative spesso di interessi disomogenei o talora conflittuali), in un unico interlocutore professionale del debitore”.

## **6. Gli impatti sulla disciplina italiana**

Per evitare fenomeni di *shadow banking*, in linea con le raccomandazioni dell’FSB <sup>(34)</sup> nonché a beneficio della stabilità e dell’integrità del sistema finanziario nazionale nel suo complesso, la normativa italiana – con la riforma del 2010 – ha riservato l’attività di finanziamento (ivi inclusa quella sotto forma di acquisto di crediti) a operatori finanziariamente solidi e affidabili, assoggettati a un regime prudenziale equivalente a quello delle banche.

La riforma del 2010 contempla una serie di deroghe che consentono l’acquisto di crediti anche da parte di soggetti diversi dalle banche e dagli intermediari iscritti nell’albo previsto dall’art. 106 TUB. In particolare, nel nostro paese la cessione di NPL può avvenire attraverso diverse forme:

---

<sup>32</sup> Cfr. P. CARRIERE, op. cit.

<sup>33</sup> Obblighi questi richiamati solo per i gestori e non per gli acquirenti.

<sup>34</sup> Il contrasto al fenomeno dello *shadow banking* è un obiettivo strategico del Financial Stability Board; cfr. in proposito *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, Ottobre 2011 e *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, Marzo 2018.



- i. cessione a una banca o a un intermediario iscritto nell'albo previsto dall'articolo 106 TUB;
- ii. cessione a un soggetto estero abilitato a svolgere attività di finanziamento in Italia (es. una banca europea in regime di libera prestazione dei servizi);
- iii. cartolarizzazione dei crediti attraverso una società veicolo;
- iv. cessione a un fondo di investimento abilitato ad acquistare crediti;
- v. cessione a una società *specializzata* nel recupero crediti (iscritta in un registro previsto dal testo unico delle leggi di pubblica sicurezza): questi operatori possono acquistare solo crediti in sofferenza; una volta acquistato il credito, possono svolgere attività di recupero ma non di gestione attiva del rapporto creditizio (es. non possono erogare nuova finanza).

Per perseguire gli obiettivi prudenziali menzionati, l'attuale disciplina italiana prevede che:

- a. l'acquisto di crediti bancari è considerata concessione di credito e, in quanto tale, è consentita a un'ampia platea di soggetti, purché muniti di qualche forma di autorizzazione/abilitazione. Diversamente, la Direttiva prevede la sua completa liberalizzazione, consentendone l'esercizio da parte di qualsiasi persona fisica o giuridica;
- b. l'acquisto di crediti in sofferenza è consentito, oltre che ai soggetti sub a), anche a società registrate presso l'autorità di pubblica sicurezza, le quali possono acquistare i crediti e gestirli solo per fini di recupero;
- c. l'attività di *servicing*, che la direttiva vorrebbe assoggettare a un regime di vigilanza light, trova ampia regolamentazione nel nostro ordinamento, specie quando prestata nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.



Alla luce di quanto sopra l'impatto della Direttiva sul nostro ordinamento risulta imponente dal momento che questa opera un'inversione di paradigma rispetto all'attuale sistema che vede, in sintesi, l'attività di acquisto dei crediti riservata mentre quella di gestione (eccetto per il caso della cartolarizzazione) libera.

L'approccio della Direttiva, invece, è esattamente opposto dal momento che questa liberalizza l'attività di acquisto di crediti (NPL) mentre sottopone a riserva l'attività di gestione dei crediti.

Il recepimento della Direttiva, quindi, impone al legislatore domestico una modifica incisiva dell'attuale assetto rispetto al quale i margini di discrezionalità previsti dalla Direttiva non sembrano comunque sufficienti per limitare gli impatti sul nostro ordinamento per il quale si impone una revisione dell'impianto complessivo delle riserve di attività.

Tanto premesso, considerando che l'oggetto di questo elaborato è l'attività di *servicing* nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, nel paragrafo che segue si cercheranno di delineare i possibili impatti della Direttiva sul *servicing* di cartolarizzazioni anche ipotizzando possibili opzioni normative per il recepimento della Direttiva.

### **7. Possibili opzioni di recepimento della Direttiva sul *servicer* di cartolarizzazioni**

Come illustrato nei paragrafi precedenti, la Direttiva, rispetto a quanto attualmente previsto nel nostro ordinamento, introduce requisiti per la gestione dei crediti più stringenti di quelli richiesti dal nostro ordinamento alle agenzie di mero recupero crediti di cui all'art. 115 TULPS; questi requisiti, tuttavia, sono meno incisivi di quelli che il legislatore domestico prevede per i *servicer* di cartolarizzazioni, sui quali, come detto, la Direttiva prevede una discrezionalità nazionale che



consente di mantenere requisiti autorizzativi più stringenti rispetto a quelli previsti dalla direttiva; se esercitata, questa discrezionalità impedirebbe ai *servicer* autorizzati in altri Stati di godere del passaporto europeo per entrare nel mercato nazionale delle cartolarizzazioni.

Innanzitutto, quindi, il legislatore domestico dovrà decidere se esercitare o meno la discrezionalità prevista dalla Direttiva tenendo in considerazione almeno i seguenti elementi:

- che il recepimento della Direttiva potrebbe fornire l'occasione per introdurre regole uniformi per tutti i *servicers*, indipendentemente dal tipo di operazione e dal tipo di crediti recuperati/gestiti, utilizzando la flessibilità che la direttiva riconosce sia nell'includere i *servicers* di cartolarizzazioni, sia includere anche le cessioni di crediti UTP;
- che il contributo dei *servicers* nelle operazioni di cessione (cartolarizzate e non) non è limitato alla mera attività di recupero ma può prevedere una gestione attiva delle posizioni e l'erogazione di nuova finanza, soprattutto quando il debitore ceduto ha prospettive di recupero; nel valutare la soluzione ottimale occorrerà tenere presente quindi il *servicer* della SMD è disegnato come un soggetto "passivo" che non eroga nuova finanza; i singoli paesi possono tuttavia estenderne il campo di operatività <sup>(35)</sup>.

Alla luce di quanto sopra, sono ipotizzabili almeno tre possibili opzioni di intervento sull'attuale disciplina italiana dei *servicers* nell'ambito delle sole operazioni di cartolarizzazione.

---

<sup>35</sup> La figura del *servicer* delineata nella direttiva è, infatti, caratterizzata da un ambito di operatività relativamente limitato, che si sostanzia nell'attività di recupero dei crediti con ridotti spazi per una gestione attiva degli stessi (la possibilità di rinegoziazione è infatti rimessa alle legislazioni nazionali).



La prima opzione - quella più innovativa e maggiormente coerente con lo spirito della SMD – potrebbe consistere nell'abbandonare il modello previsto dalla legge 130/99 eliminando la riserva di attività in favore di banche e IF. Sparirebbe la figura del *master servicer* (e il relativo ruolo di garanzia) e il *servicer* (analogamente all'attuale *special servicer*) svolgerebbe esclusivamente l'attività di recupero. Il *servicer* dovrebbe essere iscritto in un apposito elenco tenuto dall'Autorità designata ai sensi della Direttiva con la previsione dei requisiti di natura organizzativa (i.e., *requisiti di governance, fit and proper*, controlli interni) previsti dalla SMD <sup>(36)</sup>. Per ogni cartolarizzazione potrebbero aversi più *servicer*. Inoltre, la SMD prevede che parte dell'attività di *servicing* possa essere esternalizzata ad altri soggetti i quali non devono essere in possesso di specifici requisiti.

Questa impostazione ha numerosi vantaggi tra cui quelli di consentire: (i) la piena apertura del mercato italiano delle cartolarizzazioni a operatori europei (tramite il passaporto) con riflessi positivi in termini di ampliamento della domanda di notes e maggiori spinte competitive; (ii) il completo allineamento con la disciplina europea, che non riserva l'attività di *servicing* a banche e intermediari finanziari; e (iii) il controllo diretto sugli *special* e loro iscrizione in un registro, cui sarebbero applicati requisiti di *governance, fit and proper, expertise* e controlli interni, AML e assetti proprietari e operativi.

Dall'altro lato, tuttavia, questa impostazione presenta il limite di eliminare il *master servicer* e, quindi, la funzione di garanzia della conformità dell'operazione alla legge nonché quello – forse più importante – di rendere più complicata la visione unitaria

---

<sup>36</sup> A questi requisiti andrebbero aggiunti pure quelli previsti dal regolamento europeo sulle cartolarizzazioni (i.e. requisiti di *expertise* e presidi di *risk management*). Inoltre, in sede di recepimento della SMD, andrà pure valutata l'opportunità o meno di esercitare alcune della discrezionalità nazionali previste dalla Direttiva, compresa la possibilità di escludere dall'ambito di applicazione gli NPL.



dell'operazione, potendo aversi più *servicer* per ogni cartolarizzazione. Tra gli altri limiti da considerare, vi sono anche quelli lato antiriciclaggio. L'eliminazione del *master servicer* (i.e. del soggetto a cui sono attualmente affidati gli adempimenti AML) imporrebbe la previsione di nuovi soggetti obbligati a cui allocare gli adempimenti AML/CTF nei confronti dei debitori ceduti e dei sottoscrittori dei titoli emessi. Infine, nelle cartolarizzazioni di UTP, salvo modifiche al perimetro della riserva in materia di concessione di finanziamenti, il *servicer* non potrebbe più erogare nuova finanza e sarebbe necessario ricorrere, a tal fine, a ulteriori intermediari (banche o intermediari finanziari ex art. 106 TUB) abilitati.

La seconda opzione, potrebbe consistere nell'allineamento alle attuali pratiche di mercato che, come evidenziato nel capitolo III, hanno assunto a un assetto fortemente squilibrato in favore dello *special servicer*, individuato dall'investitore, con depotenziamento del *master servicer*, non solo rispetto alle attività più operative (recupero crediti, *due diligence* sui portafogli, predisposizione e aggiornamento dei *business plan*), ma anche allo stesso ruolo di garanzia, spesso considerato una mera attività formale. Si potrebbe, quindi, prevedere di modificare la legge 130/99 sancendo, in linea con la prassi di mercato, la distinzione dei ruoli e delle responsabilità del *master servicer* (al quale verrebbe attribuito solo il ruolo di garanzia) e dello *special servicer* (responsabile dell'attività di recupero). Assecondando questa impostazione, verrebbe mantenuto l'obbligo per il *master servicer* di essere una banca o un IF, mentre gli *special servicer* verrebbero iscritti in un apposito registro con la previsione dei requisiti di natura organizzativa (i.e., requisiti di *governance, fit and proper*, controlli interni) previsti dalla SMD.



Questa impostazione avrebbe il vantaggio di aprire, limitatamente agli attuali *special servicer*, il mercato italiano delle cartolarizzazioni a *player* europei (tramite il passaporto europeo) con riflessi positivi in termini di ampliamento della domanda di *notes* e maggiori spinte competitive nonché quello di consentire il controllo diretto sugli *special servicer* e loro iscrizione in un registro. Infine, il mantenimento della figura del *master servicer* consentirebbe di mantenere la funzione di garanzia e la una visione unitaria dell'operazione.

Dall'altra parte, questa impostazione potrebbe rendere meno attrattivo il mercato italiano per i *servicer* europei che sarebbero costretti a nominare la figura del *master servicer* per operare nel nostro Paese; ciò potrebbe costituire una barriera all'ingresso potenzialmente con compatibile con la Direttiva. Inoltre, l'esistenza di molti soggetti autonomi e responsabili di fasi diverse dell'operazione potrebbe creare una proliferazione di attori e di centri di responsabilità per ciascuna operazione di cartolarizzazione.

L'ultima opzione è quella più conservativa e consiste nell'esercitare la discrezionalità prevista dalla Direttiva, mantenendo sul *servicer* di cartolarizzazioni l'attuale impianto; fermo restando che sarebbero sempre possibili interventi successivi di razionalizzazione e miglioramento della cornice normativa. Questa impostazione se, da un lato, al pregio di consentire il mantenimento della funzione di garanzia e una visione unitaria dell'operazione, dall'altro, comporta la mancata apertura del mercato italiano agli operatori esteri dotati di passaporto (per via della scelta di continuare a riservare l'attività di *servicing* a banche e IF 106), con potenziali riflessi negativi per la creazione di un mercato unico dei crediti.



## CONCLUSIONI

Con il presente contributo si è cercato di fornire un inquadramento della disciplina del *servicer* – vale a dire dell'attività di recupero dei crediti - attraverso la descrizione dell'operazione di cartolarizzazione tradizionale che rappresenta il contesto per eccellenza in cui il *servicer* fornisce il suo fondamentale supporto; in quest'ambito sono state enunciate le singole attività (operative e di garanzia) di cui si compone l'attività di *servicing* nonché la disciplina ad esso applicabile sia in ambito domestico che europeo.

Inoltre, si è cercato di dimostrare, attraverso l'analisi di un campione di operazioni, come il suo ruolo sia fondamentale per l'andamento positivo dell'operazione.

Dell'importanza di questo ruolo sembra, peraltro, esserci rinnovata consapevolezza anche da parte dell'Autorità di vigilanza e del regolatore europeo. La Banca d'Italia ha infatti richiamato tutti i *servicer* al rispetto del quadro regolamentare molto spesso disapplicato; ugualmente il legislatore europeo ha adottato un nuovo atto normativo (la *secondary market directive*, SMD) finalizzato ad armonizzare la disciplina del *servicing*.

Proprio l'occasione del recepimento di questa direttiva può rappresentare l'occasione di rivedere la disciplina del *servicer* a cui è di fatto attribuita la responsabilità del funzionamento della cartolarizzazione; strumento fondamentale per la risoluzione dell'annoso tema dei crediti deteriorati destinati a risalire a causa della pandemia.

La necessità di una revisione complessiva del *framework* emerge, infatti, chiaramente dalle analisi svolte in questo lavoro dalle quali emerge una forte dicotomia tra l'assetto normativo e le prassi di mercato.



Dal punto di vista regolamentare, infatti, l'attività di *servicing* in operazioni di cartolarizzazione è disciplinata a livello nazionale dalla legge n. 130/99, che riserva questa attività a banche e intermediari finanziari iscritti all'albo ex art. 106 TUB a cui fanno capo sia compiti di natura "operativa" (es. attività di recupero, gestione dei reclami della clientela) sia compiti di "garanzia" (verifiche di conformità). Nelle prassi di mercato, invece, i due compiti del *servicer* sono identificati con le espressioni di "*master servicing*" (funzioni di garanzia) e di "*special servicing*" (compiti operativi); a questa distinzione corrisponde un'organizzazione dell'attività di *servicing* di norma articolata su due soggetti distinti, uno o più *special servicer* non vigilati (società titolari della licenza ex art. 115 TULPS), incaricati delle attività di recupero dei crediti e a margine il *master servicer* vigilato, con compiti limitati alle verifiche di conformità delle operazioni alla legge e ai prospetti informativi.

Ne risulta, in sintesi, che la funzione unitaria attribuita dalla legge al *servicer* è, in buona parte, frustrata dall'esistenza di una prassi di mercato orientata verso pratiche che distinguono tra un "*master servicer*" vigilato che espleta, spesso solo formalmente, le funzioni di garanzia e uno "*special servicer*" non vigilato che si occupa delle attività di recupero.

Questa impostazione non solo pregiudica la visione unitaria dell'operazione di cartolarizzazione ma svuota anche di significato il ruolo del *servicer* che, ridotto su un piano meramente formale, non può avere contezza dell'andamento dell'attività di recupero dei crediti cartolarizzati rimessa, in maniera pressoché integrale ed esclusiva, allo *special servicer* scelto direttamente dall'investitore dei titoli.

Ciò, peraltro, incide anche sull'efficacia della vigilanza indiretta della Banca d'Italia che rischia di concentrare l'azione di vigilanza sul soggetto (il *master servicer*) meno determinante per l'attività di



recupero e quindi per l'esito dell'operazione di cartolarizzazione. Problemi questi che si riscontrano anche nelle operazioni assistite dalla GACS in cui le descritte problematiche vengono acuite dall'esistenza di interessi pubblici in gioco.

La revisione del quadro regolamentare, seppure necessaria, dovrebbe tuttavia tenere conto delle peculiarità del mercato italiano delle cartolarizzazioni, che è il più grande su scala europea, nonché degli interessi pubblici che sono stati messi in campo con l'introduzione delle cartolarizzazioni assistite da garanzia pubblica (GACS).

Va, in ogni caso, rilevato che il successo di questo genere di operazioni è altamente correlato all'efficienza ed efficacia dei recuperatori e questo di fatto spiega le tensioni che sembrano emergere fra il dettato normativo e le dinamiche di mercato. Infatti, la possibilità di fare presa sui soggetti incaricati (ad es. sotto la minaccia della revoca del mandato) e di massimizzare il ritorno dell'investimento concorrono alla definizione di strutture complesse tali da superare (invero talvolta confliggendovi) taluni limiti imposti dall'attuale normativa, che vorrebbe invece una più netta separazione fra l'investitore e i soggetti incaricati delle attività di recupero.

Le cartolarizzazioni di NPL, attese nei prossimi anni per importi rilevanti, richiedono una riflessione attenta sul ruolo dei *servicer* in Italia e sulla necessità di ristabilire le condizioni necessarie a favorire lo sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni che non ostacoli il *derisking* delle banche e preservi, al tempo stesso, gli interessi di tutti i soggetti coinvolti nelle operazioni, lo Stato, che ha rilasciato la garanzia sulla *tranche senior* di distinte cartolarizzazioni e i debitori ceduti. Occorre in definitiva ricercare un equilibrio tra le esigenze di controllo e la necessità di non creare rigidità che possano allontanare gli investitori e ostacolare il mercato.



Tanto premesso, sono ipotizzabili almeno tre possibili opzioni di intervento sull'attuale disciplina italiana dei *servicers* nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, tutte compatibili con la SMD, data la flessibilità che la direttiva concede.

La prima opzione potrebbe consistere nel completo allineamento con la direttiva, eventualmente accompagnato anche dall'estensione di questa disciplina ai *servicers* di cartolarizzazioni *in bonis*. Dovrebbe quindi essere eliminata la previsione che riserva l'attività di *servicing* alle sole banche e agli intermediari finanziari ex art. 106 TUB, e spostata l'attenzione sui *servicer* che in concreto svolgono l'attività di recupero. Verrebbe anche meno lo specifico ruolo di garanzia che il nostro ordinamento attribuisce al *servicer* di cartolarizzazioni la cui attività e responsabilità sarebbe limitata all'attività di recupero; peraltro, la possibilità prevista dalla Direttiva di affidare l'attività di *servicing* – anche nell'ambito della stessa operazione – a più soggetti, non consentirebbe una visione unitaria dell'andamento dell'operazione oggi garantita dal ruolo, anche di coordinamento, del *master servicer*.

Le altre due opzioni, invece, prevedono entrambe l'esercizio della discrezionalità prevista dalla SMD sul *servicer* di cartolarizzazioni e avrebbero entrambe l'effetto di sottrarre l'attività di recupero esercitata nell'ambito di operazioni italiane dall'armonizzazione e, quindi, dal regime di passaportazione previsto dalla direttiva. In altre parole, l'esercizio della discrezionalità non consentirebbe ai gestori europei autorizzati ai sensi della SMD di ricoprire il ruolo di *servicer* nelle cartolarizzazioni italiane.

Fermo restando questo elemento in comune tra le due opzioni, la seconda prevede comunque di modificare la disciplina attualmente prevista dalla legge 130 per tenere conto delle prassi di mercato. In particolare, si potrebbe prevedere – direttamente a livello di normativa primaria - un *master servicer* vigilato (i.e. banca o intermediario



finanziario ex art. 106 TUB) con il solo ruolo di garanzia, e uno o più *special servicer* responsabili dell'attività di recupero. La terza opzione, infine, potrebbe essere quella di mantenere lo *status quo*.

La scelta tra le tre opzioni richiede, innanzitutto, una scelta di fondo da parte del legislatore domestico: aprire o non aprire il mercato delle cartolarizzazioni italiano ai *servicer* di altri paesi. È chiaro, che questa è la domanda spartiacque per decidere se abbracciare la prima opzione ovvero le altre due, dal momento che solo la prima è compatibile con questo obiettivo consentendo lo sviluppo di un mercato secondario paneuropeo dei crediti.

La risposta a questa domanda non può, tuttavia, prescindere da alcune considerazioni; la prima è che il *servicer* previsto dalla SMD è disegnato come un soggetto che si limita al mero recupero e quindi non eroga nuova finanza. Per alcune tipologie di cartolarizzazioni (come quelle di crediti UTP) la nuova finanza è un elemento imprescindibile per il funzionamento delle operazioni; ne consegue, quindi, che se si volesse percorrere la prima opzione sarebbe necessario, alternativamente, esercitare la discrezionalità prevista dalla Direttiva che consente di escludere i crediti UTP ovvero rivedere il regime delle riserve di attività in Italia, consentendo anche al *servicer* di cartolarizzazioni di concedere finanziamenti.

Il secondo elemento da tenere in considerazione per effettuare la predetta scelta di fondo è quello che il nostro paese è l'unico (insieme alla Grecia) ad aver introdotto la possibilità di richiedere e ottenere la garanzia statale (i.e. la GACS) sulle cartolarizzazioni di sofferenze.

La scelta di aprire il mercato del *servicing* anche con riferimento alle operazioni di cartolarizzazione avrebbe, quindi, come ulteriore effetto quello di consentire a *servicer* europei di gestire anche le operazioni con GACS per le quali, come si è visto, la legge italiana - nell'ottica di preservare gli interessi dello stato garante - impone ai *servicer* una serie



di specifici obblighi ovviamente non contemplati dalla SMD. Qualora si optasse per la prima opzione sarebbe quindi necessario, anche in questo caso, un coordinamento specifico con le disposizioni nazionali che consenta di salvaguardare le specificità della disciplina GACS e gli interessi pubblici in gioco.

Alla luce di queste considerazioni sarebbe forse preferibile esercitare la discrezionalità prevista dalla Direttiva, esonerando dall'ambito di applicazione della stessa il *servicing* svolto nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione.

Questa scelta non escluderebbe peraltro la possibilità di rivedere il *framework* del *servicer* di cartolarizzazioni ma consentirebbe di farlo svincolandosi dalle prescrizioni della SMD e consentendo di tenere conto delle specificità del mercato italiano; questa soluzione avrebbe poi il pregio ulteriore di consentire tempi più ampi per una revisione che non sarebbe soggetta alle stringenti tempistiche di recepimento della SMD.

L'impossibilità di percorrere la terza opzione (i.e. il mantenimento dello *status quo*) sembra invece dovere essere esclusa dall'analisi effettuata con questo elaborato dalla quale emerge chiaramente la necessità di rivedere il quadro normativo che appare completamente scollato dalle prassi in uso che di fatto sottraggono alla vigilanza uno dei soggetti centrali della cartolarizzazione: lo *special servicer*.

Una revisione della normativa sembra quindi, comunque, auspicabile nell'ottica di attrarre anche questo soggetto tra quelli sottoposti a vigilanza magari attraverso l'individuazione di requisiti ad hoc di natura prevalentemente qualitativi, sulla falsa riga di quelli individuati dalla SMD. In altre parole, il precipitato della seconda opzione potrebbe essere quello di mantenere un *master servicer* accompagnato da uno *special* in possesso dei requisiti previsti dalla SMD; ciò consentirebbe



di monitorare direttamente l'attività degli *special servicer* mantenendo una visione unitaria dell'operazione attraverso il *master*.

L'alternativa ad una revisione normativa - che non sembra tuttavia concretamente percorribile - potrebbe essere quella di ribadire - nel solco di quanto già fatto dall'autorità di vigilanza - la centralità del *master servicer* richiamando i soggetti vigilati al rispetto del dettato normativo che poggia sull'esistenza di un solo *servicer* che svolge tutte le attività, di garanzia ed operative, limitandosi ad esternalizzare quest'ultime. Si tratta tuttavia di una soluzione, ad avviso di chi scrive, anacronistica e incompatibile con prassi di mercato ormai fortemente consolidate.

Qualunque sia la scelta il legislatore domestico farà sul "destino" del *servicer* di cartolarizzazioni, questa andrà assunta nella consapevolezza che quest'ultimo sarà chiamato a gestire, nei prossimi anni, il problema dell'accumulo dei crediti deteriorati nei bilanci bancari, fenomeno destinato a perdurare ed aggravarsi considerati gli effetti della pandemia.



## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AA. VV., *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione di crediti. Commentario*, (a cura di) A. Maffei Alberti, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000, p. 997 ss.;
- AA. VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, (a cura di) R. Pardolesi, Milano, Giuffrè, 1999;
- AGNETO A., MATULLO M., *Cartolarizzazioni: lo stato dell'arte nel framework europeo alla luce dei nuovi standard tecnici*, 2020, in *dirittobancario.it*;
- ANGELINI P., *Gli alti livelli di NPL indeboliscono la capacità delle banche di erogare credito?*, in *Moneta e credito*, 2018.
- ANGELINI P., *I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema, intervento al convegno "NPL sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori"*, ottobre 2018, Banca d'Italia;
- AKSELI O., *Securitisation, the financial crisis and the need for effective risk retention*, in *European business organization law review*, 2013, vol. 14;
- BATTAGLIA F., *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, Milano, Franco Angeli, 2013;
- BAVOSO V., *High quality securitisation and EU capital markets union – is it possible?*, in *Accounting, Economics and Law*, 2017;
- BEI G., *Cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, in *Impresa Commerciale Industriale*, 2003;
- BERNANKE B.S., OLIVIERI A., *La Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni*, Bari, Il Saggiatore, 2014;
- BONTEMPI P., *Diritto bancario e finanziario*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020;



- BUCHANAN B. G., *Back to the future: 900 years of securitization*, in *Journal of the risk finance*, 2014, vol. 15;
- BUCHANAN B. G., *The way we live now: financialization and securitization*, in *Research in International Business and Finance*, 2017, vol. 39;
- CAPRIGLIONE F., *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. II, 2019;
- CAPRIGLIONE F., *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2016;
- CAPRIGLIONE F., *La problematica dei crediti deteriorati (The issue of deteriorated credits)*, in *Rivista trimestrale di Diritto dell'economia*, 2019;
- CAROTA L., *La cartolarizzazione dei crediti*, in *I contratti del mercato finanziario* (a cura di) E. Gabrielli, R. Lener, Torino, Utet, 2010;
- CAROTA L., *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, CEDAM, 2002;
- CARRIERE P., *La Direttiva su "gestori" e "acquirenti" di NPL: prospettive per il mercato italiano*, in *dirittobancario.it*, dicembre 2021;
- CARRIERE P., *Il prevedibile impatto per il sistema finanziario e imprenditoriale italiano della proposta di direttiva sullo sviluppo dei mercati secondari di NPL. Opportunità e rischi (memori del "bail-in")*, in *dirittobancario.it*, aprile 2018.
- CIALOVIELLO L.G., CIOCCHETTA F., CONTI F. M., GUIDA I., RENDINA A., SANTINI G., *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, aprile 2016, n. 3., Banca d'Italia;
- CONFORTINI V., *Autonomia privata e realizzazione del credito garantito. La proposta di direttiva europea relativa ai gestori di crediti*,



- agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali*, in *Europa e diritto privato*, Milano, Giuffré, 2018;
- CONSOLI G., SARDO S., *Opinion EBA sulle cartolarizzazioni di NPE: proposte di modifica a CRR e Securitisation Regulation*, in *dirittobancario.it*, 8.11.2019;
- COSTI R., *Diritto commerciale. Una conversazione*, (con) F. Vella, L. Enriques, Bologna, Il Mulino, 2019;
- D'AMBROSIO R., *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'unione sui mercati finanziari, SEVIF e Unione Bancaria*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2017;
- DE GIOIA CARABELLESE P., *Securitization and structured finance: from shadow banking to legal harmonization?*, in *Research handbooks in financial law. Legal and regulatory aspects*, (a cura di) I. H.-Y. Chiu, I. G. MacNeil, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2018;
- DE GIOIA CARABELLESE P., *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2019;
- DE GIOIA CARABELLESE P., *Cartolarizzazione semplici e standardizzate. Dallo shadow banking al techno banking*, Bari, Cacucci, 2020;
- DE NOVA G., LEO C., *La "securitization" in Italia*, in *I Contratti*, 1999, n. 7;
- DONATO G.B., *Cartolarizzazioni omogenee, semplici e trasparenti. Comitato di Basilea e IOSCO indicano i criteri*, 2015;
- FABOZZI F. J., KOTHARI V., *Securitization: the tool of financial transformation*, Yale ICF Working Paper 7, 2007;
- FRIGNANI A., *La "securitization" come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro It.*, 1995, vol. 118;



- FERRO-LUZZI P., *La cartolarizzazione*. Commento alla legge n. 130/99, (a cura di) P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, Milano, Giuffrè, 2005
- GALANTI E., MARANGONI M., *Quaderni di Ricerca Giuridica*, giugno 2017, n. 18., Banca d'Italia.
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, II, Padova, Cedam-Wolters Kluwer, 2009;
- GALLETTI D., *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Enciclopedia del diritto*, 2008;
- GALLETTI D., GUERRIERI G., *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, Il Mulino, 2002;
- GENTILE G., *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, *Banca Borsa e Titoli di credito*, 2000;
- GIANNESI G., CONSOLI G., *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, 2020, in *dirittobancario.it*;
- GUERRIERI G., *Investimenti in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2017;
- LAMANDINI M., *Dalla crisi del credito alla Capital Markets Union. Una breve nota introduttiva*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) E. Ginevra, Torino, Giappichelli, 2019;
- LEMMA V., *The shadow banking system*, Milano, Hoelpli, 2016;
- LINCIANO N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di Vigilanza*, in *Consob - Quaderni di finanza*, n. 62, 2008;
- MAGGIOLINO M., *La garanzia dello Stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze (The State guarantee scheme on the securitization of banks' bad loans: from its rationale to its preliminary consequences)*, in *Rivista trimestrale di Diritto dell'economia*, 2019;



- MAIMERI F., *Prime riflessioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazioni dei crediti (AC5058)*, in *BBTC*, 1999;
- MANTA C., *Cartolarizzazione: analisi e ruolo di uno strumento di finanziamento alternativo*, in *Amministrazione e Finanza*, 2003;
- MARTIN J. D., *A primer on the role of securitization in the credit market crisis of 2007*, 2009;
- MEGLIANI M., *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, in *Diritto Commerciale Internazionale*, 2000;
- MESSORI M., *Perché è necessaria una nuova regolamentazione*, in *Banca Impresa e Società*, 2009;
- MIOLA M., *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari*, *Orizzonti del diritto commerciale*, 2009;
- MODULO F., ZACCAGNINI C., *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000;
- MONTI E., MESSINA C., *La tecnica della securitisation*, in *Bancaria*, 1991;
- MORELLO L., TRIONTE R., BRUGNOLI E., *Le nuove disposizioni in materia di CDO*, in *dirittobancario.it.*;
- NATALE A., *Profili civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Le vicende traslative del credito*, (a cura di) A. Natale, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020;
- ONADO M., *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca Impresa e Società*, 2009;
- PELLEGRINI M., *L'azione dei global regulators sui crediti deteriorati*, in *Rivista trimestrale di Diritto dell'economia*, 2019;
- PEZZUTO A., *Le nuove regole sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Magistra Banca e Finanza*, 2000;
- PILATI A., *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità*, intervento convegno AIAF, Milano, 9 novembre 2017, Banca d'Italia;



- PLAIA A., *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*; *Giurisprudenza di Merito*, 2000;
- PRESTI G., *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2010;
- PROTO C., *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il Fallimento*, 1999;
- RANIERI L. S., *The origins of securitization, source of its growth, and its future potential*, in *A primer on securitization*, (a cura di) T. Kendall, M. J. Fishman, Cambridge, The Mit Press, 1996;
- ROSSI M., *Commento sub art. 2*, in *Commentario breve al testo unico finanziario*, (a cura di) V. Calandra Buonauro, Milano, CEDAM-Wolters Kluwer, 2020;
- RUCELLAI C., *I problemi legati allo sviluppo della Securitization in Italia: prospettive di soluzione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1995
- RUCELLAI C., *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, *Giurisprudenza Commerciale*, 2012;
- RUMI G., *Securitization in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000;
- RUSSO R., *Il ciclone dei mutui "sub-prime": le fragilità di sistema di banche ed investitori*, in *Controllo di gestione*, 2008;
- SCANO D., *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in *Banca, borsa e Titoli di Credito*, 2006;
- SCARONI C., *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e Impresa*, 2005;
- SCHLESINGER P., *La cartolarizzazione dei crediti*, Relazione 10 giugno 2000, Convegno "La cartolarizzazione dei crediti", Università di Foggia, in *Rivista di diritto civile*, 2001;



- SCOZZAFAVA O. T., *La cartolarizzazione dei crediti: la fattispecie*, in *Contratto e Impresa*, 2005;
- STEFINI U., *La cessione del credito*, in *Le obbligazioni, Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020;
- TARGETTI F., *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1999;
- TURRI G., *Ambito oggettivo di applicazione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Le Società*, 2004;
- URBANI F., *La dimensione sovranazionale del rating: regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2015;
- VIRGA P., *La cartolarizzazione: una operazione nuova, anzi antica*, in *Giustizia civile*, X, 2001;
- VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2007.

## DOCUMENTI

- BANCA D'ITALIA, Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 1 – 2021;
- BANCA D'ITALIA, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione - Comunicazione su profili di rischiosità e linee di vigilanza*, novembre 2021;
- COMITATO DI BASILEA (BCBS) E IOSCO, *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, Dicembre 2014;
- COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Parere in merito alla «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e*



*standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012» [COM(2015) 472 final — 2015/0226 (COD)] e alla «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento» [COM(2015) 473 final — 2015/0225(COD)] (2016/C 082/01), Bruxelles, 20 gennaio 2016;*

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Un Piano di investimenti per l'Europa*, Bruxelles, 26.11.2014 COM(2014) 903 final

COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18.2.2015 COM(2015) 63 final;

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione *Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 30.9.2015, COM(2015) 468 final;

COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, Bruxelles, 24.9.2020

EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 22 dicembre 2014;

EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 12 Aprile 2016;

EBA, *Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention (final draft)*, 31 Luglio 2018

MEF, *Relazione sull'andamento delle operazioni assistite dalla garanzia dello stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze e sugli obiettivi di performance collegati*, 2021;

IOSCO, *The role of credit rating agencies in structured finance markets*, 2008;

SCOPE RATINGS, *Italian NPL collections: poor April volumes upset positive trend set in Q1*, 3 giugno 2021;



SCOPE RATINGS, *Semi-annual Italian NPL performance report:*  
*sector will under-perform into the medium term, 28 luglio 2021.*

