

Cartolarizzazione e cessione dei crediti in blocco

Note a margine di un binomio (apparentemente) inscindibile

di Cosimo D'Arrigo, consigliere della Corte di cassazione

Sommario: 1. La cartolarizzazione: cos'è e come funziona. – 2. Cartolarizzazione e cessione dei crediti. – 3. Clausole negoziali nella cessione di crediti funzionale alla cartolarizzazione. – 4. Opponibilità della cessione dei crediti. – 5. Cessione dei crediti e *securitization*

1. La cartolarizzazione: cos'è e come funziona

Le operazioni di cartolarizzazione sono descritte dall'art. 1 della legge 30 aprile 1999, n. 130 (Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti), come quelle in cui uno o più crediti pecuniari esistenti o futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, sono cedute a titolo oneroso ad una "società per la cartolarizzazione dei crediti", così come definite dall'art. 3 della medesima legge.

Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *b*, ulteriore requisito qualificante le operazioni di cartolarizzazione è che le somme comunque incassate durante l'attività di riscossione siano destinate «*dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, o derivanti dai finanziamenti alle medesime concessi da parte di soggetti autorizzati all'attività di concessione di finanziamenti, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione*».

Infatti, la "cartolarizzazione" dei crediti sta proprio in ciò: l'acquisto dei crediti ceduti è finanziato – solo di regola – mediante l'emissione di titoli o tramite finanziamenti concessi da soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di finanziamento.

La logica economica dell'operazione è subito chiara.

Sebbene nulla esclude che una cartolarizzazione possa avere ad oggetto anche crediti *in bonis*, di regola il portafoglio di crediti ceduti (o, eventualmente, anche un singolo credito; in questo caso si usa parlare di *single name*¹) è composto da posizioni creditorie deteriorate (o, secondo il gergo bancario "a sofferenza"), nel quale cioè sono state rilevate significative criticità di pagamento dal parte del debitore, è stato chiuso il rapporto bancario da cui sono originate e sono state avviate le

¹ Sul punto si rinvia al par. 2.

iniziative volte al recupero dell'esposizione debitoria, ivi inclusa l'eventuale attivazione di eventuali garanzie. Per designare le posizioni debitorie aventi queste caratteristiche si usano abitualmente gli acronimi NPL (*Non Performing Loans*) o, più di recente, NPE (*Non Performing Exposures*). È anche possibile che i crediti cartolarizzati non siano davvero deteriorati, ma comunque siano caratterizzati da un certo livello di criticità del debitore; in tal caso si parla di UTP (*Unlikely to Pay*).

Il portafoglio viene acquistato a un prezzo inferiore non (tanto al suo ammontare nominale, quanto) al valore atteso di realizzo che tenga conto delle criticità della posizione del debitore e del livello di recupero ipotizzato come possibile (*loss given default*), attualizzato finanziariamente in relazione al tempo prevedibilmente occorrente per la riscossione (*time to liquidate*). In tal modo, la cedente riceverà nuova finanza, denaro fresco, in cambio di crediti che altrimenti appesantirebbero i suoi bilanci e la costringerebbero, in applicazione ai criteri prudenziali introdotti per il sistema bancario dagli accordi c.d. di Basilea 3, ad accantonamenti significativi.

D'altra parte, i prenditori dei titoli confidano nella remunerazione dell'investimento originata dal *gap* fra il prezzo di acquisto del portafoglio e l'importo effettivamente riscosso.

La figura centrale delle operazioni di cartolarizzazione è, dunque, costituita dalla società cessionaria per il cui tramite, in sostanza, i crediti ceduti divengono il "sottostante", l'*asset*, che garantisce i titoli sottoscritti dagli *stakeholders* (i sottoscrittori).

È per questa ragione che, come abbiamo già detto, le somme incassate durante l'attività di riscossione, al netto dei costi dell'operazione, devono essere destinate in via esclusiva al pagamento dei prenditori dei titoli.

Tale esigenza è assicurata dall'art. 3 della legge n. 130 del 1999, prevedendo che le società per la cartolarizzazione dei crediti – che devono essere costituite in forma di società di capitali – debbano avere per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Il che non significa che debbano essere appositamente costituite per ciascuna singola cartolarizzazione, ma che non possono svolgere attività commerciale di diversa natura.

In particolare, le società per la cartolarizzazione – usualmente denominate "società veicolo" o "*Special Purpose Vehicle (SPV)*" – hanno la caratteristica di costituire patrimoni segregati. Il secondo comma dell'art. 3 cit., difatti, prevede che «*i crediti relativi a ciascuna operazione [...], i relativi incassi e le attività finanziarie acquistate con i medesimi costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi*».

Il successivo comma 2-*bis* aggiunge che non sono ammesse azioni da parte di soggetti diversi dai portatori dei titoli della cartolarizzazione né sui conti dove vengono accreditate le somme corrisposte dai debitori ceduti nonché ogni altra somma pagata o comunque di spettanza della società ai sensi delle operazioni accessorie condotte nell'ambito di ciascuna operazione di cartolarizzazione o comunque ai sensi dei contratti dell'operazione². Tali somme possono essere utilizzate dalle SPV esclusivamente per il soddisfacimento dei crediti vantati dai portatori dei titoli e dalle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti, nonché per il pagamento degli altri costi dell'operazione.

La medesima disposizione si preoccupa di precisare che la separazione patrimoniale e la regolare esecuzione di pagamenti dei portatori dei titoli non sono sospese neppure in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca depositaria delle somme ovvero di apertura, a carico della stessa di procedure concorsuali. Anzi, le somme accreditate sul conto della SPV anche in corso di procedura devono essere «*immediatamente e integralmente restituite alla società senza la necessità di deposito di domanda di ammissione al passivo o di rivendica e al di fuori dei piani di riparto o di restituzione di somme*».

Il comma 2-*ter*, infine, estende l'ombrello protettivo dell'esenzione anche ai conti correnti sui quali sono accreditate le somme incassate dai soggetti incaricati della riscossione dei crediti cartolarizzati (c.d. *servicer*), le quali possono essere aggredite dai creditori dei *servicer* solo per la parte che, eccedendo quanto dovrà essere riversato alla SPV, rappresenta il ricavo dell'attività di recupero. Qualora il *servicer* dovesse essere sottoposto a procedimenti concorsuali, le somme incassate e dovute alla SPV le sono immediatamente e integralmente corrisposte, senza la necessità presentare domanda di ammissione al passivo o di rivendica e al di fuori dei piani riparto o di restituzione.

2. Cartolarizzazione e cessione dei crediti

Alla di quanto fin qui esposto è possibile distinguere con chiarezza la cartolarizzazione dalla cessione dei crediti. La cartolarizzazione è un'operazione di finanza strutturata. La cessione del credito è una modificazione dell'obbligazione dal lato attivo, una vicenda circolatoria.

La correlazione fra le due figure non è sempre necessaria.

Sebbene l'art. 1, comma 1, della legge n. 130/1999 definisca il proprio ambito di applicazione come riferibile «*alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti*

² In tal caso, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *b*, ultimo periodo, ai finanziatori si applica il medesimo regime giuridico accordato alla legge ai portatori dei titoli.

pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti», il successivo comma 1-bis aggiunge che la legge «si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie, esclusi comunque titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società di cartolarizzazione». Ed ancora, l'art. 7, comma 1, lett. b-bis), prevede anche le «operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla titolarità, in capo alla società di cui all'articolo 7.2 di beni immobili, beni mobili registrati e diritti reali o personali aventi ad oggetto i medesimi beni»³.

Dunque, non sempre alla cartolarizzazione corrisponde una cessione di blocco. L'asset detenuto dalla SPV potrebbe essere costituito anche da titoli obbligazionari, cambiali finanziarie, patrimoni immobiliari, beni mobili registrati e finanche diritti reali o personali su tali beni.

Piuttosto, è possibile affermare che la cessione di crediti in blocco costituisca l'operazione di approvvigionamento dei veicoli di cartolarizzazione più usuale – potremmo dire “classica” – ma non esclusiva.

In teoria, sarebbe ipotizzabile pure la cartolarizzazione di un unico credito. Infatti, l'art. 1 della legge n. 130/1999 prevede che la cessione può avere ad oggetto crediti «*individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti*», così esplicitamente prevedendo che quest'ultima sia solo un'eventualità. Nella prassi, tuttavia, il caso della cartolarizzazione mono-credito è estremamente improbabile, sia perché dovrebbe trattarsi di un *single name* di importo straordinariamente elevato, tanto da giustificare un'operazione di cartolarizzazione; sia perché la pluralità dei crediti comporta la frammentazione del rischio di insolvenza della massa dei debitori ceduti ed eleva il grado probabilità di realizzazione del programma dell'operazione (art. 2 l. n. 130/1999).

Non è necessario, neppure, che i crediti ceduti siano di origine bancaria. Infatti, l'art. 4 della legge n. 130/1999 considera anche l'eventualità che la cartolarizzazione abbia ad oggetto crediti di impresa di cui alla legge 21 febbraio 1991, n. 52 (“Disciplina della cessione dei crediti di impresa”), precisando che – in tal caso – per il verificarsi dell'effetto segregativo «è sufficiente che la pubblicazione nella *Gazzetta Ufficiale dell'avvenuta cessione contenga l'indicazione del cedente, del cessionario e della data di cessione*»⁴. Pertanto, possono costituire oggetto di cartolarizzazione – ad esempio – i crediti

³ Le società di cui all'art. 7.2 sono le cosiddette REOCO, la cui trattazione esula dall'oggetto della presente relazione.

⁴ Occorre rammentare che l'art. 3 della legge 21 febbraio 1991, n. 52, prevede la possibilità che i crediti di impresa I crediti possono essere ceduti, anche in massa, prima che siano stipulati i contratti dai quali sorgeranno, purché questi ultimi siano stipulati entro ventiquattro mesi dalla cessione e sia indicato il debitore ceduto. Pertanto, la cartolarizzazione può avere ad oggetto anche crediti futuri. Tale previsione sembra porsi in conflitto con quella

generati, in un arco di tempo, da contratti di somministrazione (quali le forniture di servizi di telefonia, energia elettrica o gas) già stipulati o che saranno posti in essere nei due anni successivi; oppure, i crediti di una struttura ospedaliera per il rimborso delle prestazioni sanitarie rese in regime convenzionato con il Servizio Sanitario Nazionale.

Qualora la cartolarizzazione riguardi crediti bancari, si applicheranno i commi 2, 3 e 4 dell'art. 58 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 ("Testo unico bancario" – t.u.b.), così come previsto dall'art. 4 della legge n. 130/1999. Dunque, la banca cessionaria dà notizia dell'avvenuta cessione mediante iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale e tali adempimenti producono, nei confronti dei debitori ceduti, gli effetti di cui all'art. 1264 c.c.⁵. I privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente, conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione⁶. Gli altri commi dell'art. 58 t.u.b. sono esclusi dall'applicabilità alle operazioni di cartolarizzazioni⁷.

3. Clausole negoziali nella cessione di crediti funzionale alla cartolarizzazione

Il primo comma, ultimo inciso, dell'art. 4 della legge n. 130/1999 aggiunge che «*alle medesime cessioni può altresì applicarsi, su espressa volontà delle parti, il disposto dell'articolo 5, commi 1, 1-bis e 2, della legge 21 febbraio 1991, n. 52*».

Giacché la prima parte del primo comma dell'art. 4 cit. si occupa delle cessioni dei crediti bancari, da un lato, e delle cessioni dei crediti di impresa, dall'altro, sul piano esegetico sorge il dubbio se "le medesime cessioni" siano solo quelle aventi ad oggetto i secondi oppure anche quelle concernenti i primi.

Come abbiamo già visto, la legge n. 52/1991 – il cui art. 5 è richiamato dall'art. 4 della legge n. 130/1999 – tratta solamente della cessione dei crediti di impresa e, quindi, potrebbe apparire ragionevole che solo alla cessione di questi ultimi abbia voluto far riferimento la disposizione in commento.

contenuta nell'art. 4 della legge n. 130/1999, che invece prevede (quantomeno ai fini della separazione patrimoniale) che sia indicato il cedente e il cessionario, ma non anche il debitore ceduto.

⁵ La Banca d'Italia può stabilire forme integrative di pubblicità.

⁶ Restano salve le disposizioni speciali previste per il credito fondiario.

⁷ La scelta legislativa è comprensibile in quanto l'art. 58 t.u.b. non concerne solamente la cessione di crediti in massa, bensì la cessione di rapporti giuridici (bancari) individuabili in blocco (quindi aziende o di rami d'azienda; c.d. vendita di sportello). Le disposizioni la cui applicabilità alla cartolarizzazione è stata esclusa dall'art. 4 della legge n. 130/1999 concernono, per l'appunto, il caso in cui la cessione abbia ad oggetto non il credito della banca nei confronti del cliente, ma il rapporto contrattuale *in toto*.

Tuttavia, a ben vedere, si deve giungere alla differente conclusione che l'art. 4 della legge n. 130/1999 abbia inteso generalizzare quanto previsto dall'art. 5 della legge n. 52/1991, rendendolo estensibile anche alla cessione in massa di crediti bancari ai sensi dell'art. 58 t.u.b.

Infatti, l'art. 5 della legge n. 52 del 1991 già si applica direttamente ai crediti d'impresa e, pertanto, un'interpretazione restrittiva della portata del primo comma, ultimo inciso, dell'art. 4 della legge n. 130/1999, renderebbe la norma sostanzialmente superflua. Inoltre, mentre l'art. 5 della legge n. 52 del 1991 detta un regime legale, l'art. 4 della legge n. 130/1999 prevede che quel regime possa essere introdotto dalle parti su base consensuale: è quindi evidente che il legislatore della cartolarizzazione abbia inteso riferirsi alle operazioni aventi ad oggetto crediti bancari, per i quali in via negoziale le parti possono introdurre il medesimo regime previsto dalla legge n. 52 del 1991 per la cessione in massa di crediti d'impresa⁸.

Per l'effetto, le parti della cessione di crediti afferente ad una cartolarizzazione possono prevedere che, qualora il cessionario abbia pagato in tutto o in parte il corrispettivo della cessione ed il pagamento abbia data certa, la cessione divenga opponibile agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi anteriormente alla data del pagamento; al creditore del cedente, che abbia pignorato il credito dopo la data del pagamento; al fallimento (oggi alla liquidazione giudiziale) del cedente dichiarato dopo la data del pagamento⁹. Affinché la data del pagamento debba considerarsi certa, le parti possono concordare che sia sufficiente l'annotazione del contante sul conto di pertinenza del cedente ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. b), del decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170 ("Attuazione della direttiva 2002/47/CE, in materia di contratti di garanzia finanziaria").

Infine, la cessione può prevedere per il cessionario la facoltà di rendere la cessione opponibile ai terzi nei modi previsti dal codice civile.

4. Opponibilità della cessione dei crediti

L'art. 4 della legge n. 130/1999, nei commi successivi, regola dettagliatamente gli effetti segretativi della cessione dei crediti, ossia le modalità con le quali i crediti ceduti entrano nel patrimonio

⁸ Per ulteriori approfondimenti in materia si veda Vernuccio, *Negoziante e clausole contrattuali nella cessione delle NPE*, in AA.VV., *Non-Performing Exposure*, a cura di D'Arrigo, De Sensi e Nuzzo, Roma, 2024.

⁹ Tuttavia, l'art. 7, comma 1, della legge n. 52 del 1991 prevede che l'efficacia della cessione non è opponibile al fallimento (leggasi, alla liquidazione giudiziale) del cedente, se il curatore prova che il cessionario conosceva lo stato di insolvenza del cedente quando ha eseguito il pagamento e sempre che il pagamento del cessionario al cedente sia stato eseguito nell'anno anteriore alla sentenza dichiarativa dello stato di insolvenza e prima della scadenza del credito ceduto.

separato della SPV e godono del beneficio di essere destinati in via esclusiva all'operazione di cartolarizzazione.

In particolare, il secondo comma dell'articolo in parola individua il momento da cui si producono tali effetti, alternativamente, dalla data della pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione nella Gazzetta Ufficiale ovvero dalla data certa dell'avvenuto pagamento, anche in parte, del corrispettivo della cessione. L'alternativa si risolve in base alla natura della cessione: nel caso di crediti bancari, occorre la pubblicazione dell'avviso in Gazzetta Ufficiale, mentre per i crediti d'impresa è sufficiente la data certa dell'avvenuto pagamento (anche solo parziale); in questa seconda ipotesi, come già detto, le parti possono negoziabilmente concordare che ai fini della certezza della data di pagamento sia sufficiente l'annotazione del contante sul conto di pertinenza del cedente ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. b), del d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170¹⁰.

Se la cessione ha ad oggetto crediti nei confronti dello Stato, l'atto deve essere notificato all'«autorità centrale» (art. 4, comma 4-*bis*, della legge n. 130/1999)¹¹.

L'art. 4, comma 4-*bis*, prevede inoltre che nel caso in cui le attività di riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento siano affidate ad un soggetto diverso dal cedente, deve esserne dato avviso mediante pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale nonché comunicazione mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento alle pubbliche amministrazioni debtrici. Pertanto, l'avviso di cui al comma 1 deve essere comprensivo anche dell'indicazione del *servicer* e/o dell'incaricato dei servizi di cassa e pagamento, se tali funzioni sono assegnate ad un soggetto diverso dal cedente. Poiché la norma prevede tale adempimento tanto in caso di "affidamento" quanto in caso di "trasferimento", deve ritenersi che l'eventuale avvicendamento nelle funzioni recuperatore di crediti o di gestore della cassa debba costituire oggetto di una nuova e specifica comunicazione. Resta in dubbio, tuttavia, quali siano le eventuali conseguenze dell'omessa indicazione di tali informazioni nell'avviso; verosimilmente, l'omessa specificazione del soggetto incaricato del recupero dei crediti priva quest'ultimo della legittimazione ad agire *in executivis* per conto della SPV.

5. Cessione dei crediti e *securitization*

¹⁰ La norma direttamente richiamata così prevede: «è sufficiente la registrazione degli strumenti finanziari sui conti degli intermediari ai sensi degli articoli 83-*bis* e seguenti del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e l'annotazione del contante sui conti di pertinenza. Per i crediti, la consegna per iscritto di un atto al beneficiario della garanzia contenente l'individuazione del credito è sufficiente a provare la fornitura del credito costituito in garanzia finanziaria tra le parti». Tuttavia, deve ritenersi applicabile anche il comma 3 del medesimo art. 2, del d.lgs. n. 170 del 2004, secondo cui «nel presente decreto legislativo, l'espressione: "per iscritto" si intende riferita anche alla forma elettronica e a qualsiasi altro supporto durevole, secondo la normativa vigente in materia».

¹¹ La legge n. 130/1999 fa salve, inoltre, ogni altra disposizione che preveda formalità diverse o ulteriori rispetto a quelle ivi previste.

Dal momento in cui la cessione diviene opponibile, sui crediti acquistati e sulle somme corrisposte dai debitori ceduti sono ammesse solamente le azioni volte al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi dalla SPV (o comunque dall'emittente, se diversa) e di quelli derivanti dai finanziamenti concessi all'emittente dagli operatori bancari per l'acquisto del portafoglio cartolarizzato, nonché al pagamento dei costi dell'operazione, ivi inclusi i corrispettivi del *servicer* (art. 4, comma 2, legge n. 130/1999).

Inoltre, in deroga ad ogni altra disposizione, ai debitori ceduti è vietato opporre in compensazione alla società di cartolarizzazione e i crediti vantati nei confronti del cedente sorti posteriormente a tale data¹².

Sempre dalla stessa data, la cessione dei crediti è opponibile:

- a) agli altri aventi causa del cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi in data anteriore;
- b) ai creditori del cedente che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione.

In caso di cessione di crediti derivanti da aperture di credito o da altre forme di concessione di credito con modalità rotative, anche regolate in conto corrente, l'espletamento delle formalità di opponibilità previste dal primo comma dell'art. 4 della legge n. 130/1999 produce effetti indicati anche con riferimento a tutti i crediti futuri nascenti da tali contratti, a condizione che i contratti siano stipulati prima della data di espletamento di tali formalità (art. 4, comma 2-*bis*, della legge n. 130/1999). Il diritto di rendere esigibile il credito ceduto è esercitato dalla società cessionaria in conformità alle previsioni del relativo contratto o, in mancanza, con un preavviso non inferiore a quindici giorni (art. 4, comma 4-*ter*, della legge n. 130/1999).

In deroga alla disciplina ordinaria, i pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla SPV non sono inefficaci o revocabili in caso di fallimento o di liquidazione giudiziale (art. 4, comma 3, della legge n. 130/1999). L'esclusione si estende, per effetto del richiamo contenuto nella relativa disciplina, anche all'amministrazione straordinaria (art 49 del d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270).

¹² Cioè a quella in cui la cessione è divenuta opponibile, secondo il diverso regime connesso alla natura dei crediti ceduti.