



BUSINESS ADMINISTRATION AND ACCOUNTING STUDIES

GUIDO GIOVANDO

L'OPERAZIONE DI *SECURITIZATION*

Analisi dei processi di rilevazione e di gestione



G. Giappichelli Editore

Procedura per l'approvazione dei volumi in Collana e referaggio.

La pubblicazione di una monografia nella Collana è subordinata al verificarsi di due circostanze:

- a) accettazione della proposta editoriale presentata dall'autore/i secondo il formato definitivo dalla collana;
- b) ottenimento di un giudizio positivo sul volume da parte di due revisori anonimi.

La proposta editoriale segue questo iter:

- la proposta viene inviata all'Editor in Chief attraverso la casella di posta elettronica `csr.ba.management@unito.it` (con richiesta di ricevuta) nel format previsto per la collana dall'Editore;
- valutazione da parte dell'Editor della proposta/manoscritto il quale decide del rigetto o dell'invio al referaggio; nel processo di valutazione si può avvalere del supporto del Comitato Scientifico;
- le proposte che ottengono un giudizio positivo sono senz'altro accettate;
- le proposte che ottengono un giudizio non pienamente positivo sono rivalutate dall'Editor avvalendosi del Comitato Scientifico per formulare il giudizio definitivo.

All'accettazione della proposta editoriale segue il referaggio del volume.

Il referaggio è condotto da due revisori (referee). Questi possono essere scelti nell'ambito del Comitato Scientifico, ma anche al di fuori di esso, fra accademici che possiedano competenze adeguate sui temi trattati nella monografia inseriti nell'elenco dei referee.

I revisori sono scelti dall'Editor. I revisori non devono conoscere il nome dell'autore del volume oggetto di valutazione. L'Editor contatta i revisori individuati e invia loro, attraverso la casa editrice, il volume debitamente reso anonimo.

I revisori formulano il loro giudizio entro due mesi dal ricevimento del volume. Il giudizio è articolato secondo i punti contenuti in una scheda di referaggio appositamente redatta.

Il giudizio viene inviato all'Editor. Se, per entrambi i revisori, il giudizio è positivo e senza suggerimenti di revisione, il volume viene passato direttamente alla stampa. Se uno o entrambi i revisori propongono correzioni, l'Editor, inoltra i suggerimenti all'autore perché riveda il suo lavoro. Il lavoro corretto viene nuovamente inviato all'Editor che lo sottopone a una seconda revisione da svolgersi entro il termine massimo di un mese. In caso di giudizi contrastanti, l'Editor decide se acquisire un terzo parere, stampare comunque il volume o rifiutarlo.

Advisory Board

Presieduto dal Prof. Valter Cantino

Prof. Paolo Andrei (Università di Parma)

Prof. Nunzio Angiola (Università di Foggia)

Prof. Luigi Brusa (Università di Torino)

Prof. Lino Cinquini (Scuola Superiore Sant'Anna Pisa)

Prof. Luciano D'Amico (Università di Teramo)

Prof. Roberto Di Pietra (Università di Siena)

Prof. Francesco Giunta (Università di Firenze)

Prof. Giorgio Invernizzi (Università Bocconi)

Prof. Alessandro Lai (Università di Verona)

Prof. Luciano Marchi (Università di Pisa)

Prof. Libero Mario Mari (Università di Perugia)

Prof. Andrea Melis (Università di Cagliari)

Prof. Luigi Puddu (Università di Torino)

Prof. Alberto Quagli (Università di Genova)

Prof. Ugo Sostero (Università di Venezia Ca' Foscari)

GUIDO GIOVANDO

L'OPERAZIONE DI *SECURITIZATION*

Analisi dei processi di rilevazione e di gestione



G. Giappichelli Editore

Copyright 2021 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-3915-2
ISBN/EAN 978-88-921-9597-4 (ebook - pdf)

Editor in Chief
Prof. Piero Pisoni

Comitato Scientifico
Prof. Marco Allegrini (Università di Pisa)
Prof. Paolo Pietro Biancone (Università di Torino)
Prof. Paolo Ricci (Università Sannio di Benevento)
Prof. Pier Luigi Marchini (Università di Parma)
Prof.ssa Katia Corsi (Università di Sassari)



Opera distribuita con Licenza Creative Commons
Attribuzione – non commerciale – Non opere derivate 4.0 Internazionale

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

INDICE

	<i>pag.</i>
Inquadramento del lavoro e metodologia della ricerca	1
1. Inquadramento del lavoro	1
2. Orientamento metodologico	4
1.	
Aspetti introduttivi del processo di cartolarizzazione	5
1.1. Aspetti generali del processo di <i>securitization</i>	5
1.2. La struttura tipica dell'operazione	11
1.3. Tipologia di <i>asset</i>	13
1.4. Le tipologie di strutture dell'operazione	18
1.4.1. <i>Pass Through Structure</i>	19
1.4.2. <i>Asset Backed Bond Structure</i>	20
1.4.3. <i>Pay Through Structure</i>	20
1.4.4. <i>Asset Backed Commercial Paper</i>	20
1.4.5. <i>Revolving Structure</i>	21
1.5. I Soggetti	22
1.5.1. L' <i>originator</i>	22
1.5.2. L' <i>arranger</i>	23
1.5.3. SPV	24
1.5.4. Società di <i>rating</i>	26
1.5.5. <i>Servicer</i>	27
1.5.6. Agenzia garante o <i>credit enhancer</i>	29
1.5.7. Il <i>trustee</i>	32
1.5.8. La <i>merchant bank</i> o <i>investment bank</i>	32
1.5.9. Gli investitori e le loro tutele e gli altri soggetti	33

2.

Aspetti contabili nel bilancio dell'*originator* nelle operazioni di *securitization* 35

2.1.	L'operazione di <i>securitization</i> nel bilancio dell' <i>originator</i>	35
2.2.	Bilancio secondo i principi contabili nazionali OIC	41
2.2.1.	L'OIC 15	42
2.3.	Bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS	47
2.3.1.	L'IFRS 9	48
2.3.2.	L'IFRS 10 e l'IFRS 12	64

3.

Lo *Special Purpose Vehicle* (SPV) 71

3.1.	Le caratteristiche	71
3.2.	Il bilancio delle SPV	76
3.2.1.	Il Provvedimento del 29 marzo 2000	77

4.

Aspetti normativi, fiscali ed informativi dell'operazione 83

4.1.	Gli aspetti normativi dell'operazione	83
4.2.	La Legge 130/1999	84
4.2.1.	Il Regolamento UE 2017/2402	88
4.3.	Gli aspetti fiscali dell'operazione	93
4.3.1.	Imposte dirette	93
4.3.2.	Imposte indirette	98
4.3.3.	Casi particolari	101
4.4.	Gli aspetti informativi dell'operazione	102

	<i>pag.</i>
5.	
Rischi e vigilanza nella <i>securitization</i>	121
5.1. I rischi dell'operazione	121
5.1.1. Il rischio di credito	121
5.1.2. Il rischio di liquidità	123
5.1.3. Il rischio legale	123
5.1.4. Il rischio di tassi di interesse	124
5.1.5. Il rischio informativo	125
5.2. I controlli di vigilanza	126
5.2.1. Basilea I	128
5.2.2. Basilea II	129
5.2.3. Basilea III	132
6.	
Casi di cartolarizzazione di crediti	135
6.1. Premessa	135
6.2. Descrizione del caso ALFA S.r.l.	137
6.2.1. Gli attori	139
6.2.2. I principali contratti dell'operazione	140
6.2.3. I titoli	146
6.2.4. Altre informazioni	148
6.2.5. Analisi dei presupposti ai fini dell'eliminazione contabile dei crediti nei bilanci delle Banche Cedenti	148
6.2.6. Test quantitativo	159
6.2.7. Conclusioni	161
6.3. Descrizione del caso BETA S.p.A.	162
6.3.1. Relazione sulla gestione	163
6.3.2. Nota integrativa	164
6.3.3. Stato patrimoniale	168
6.3.4. Conto economico	169
Bibliografia	171

Inquadramento del lavoro e metodologia della ricerca

1. Inquadramento del lavoro

L'operazione di *securitization* comporta la cessione di alcune attività – *assets* – da parte di un ente denominato *originator*, solitamente una banca o un istituto finanziario, a una società appositamente creata, *Special Purpose Vehicle* (SPV), che si prefigge il compito di convertire tali *assets* in titoli obbligazionari e renderli cedibili sul mercato. L'operazione di *securitization* è nata e si è sviluppata dapprima negli Stati Uniti e solo successivamente in Europa.

Il tema è già stato affrontato e studiato in un mio precedente lavoro, del 2006, *La cartolarizzazione dei crediti* edito da Giappichelli.

Il contesto, da allora, però è profondamente cambiato sia dal punto di vista contabile sia dal punto di vista strutturale.

Dal punto di vista contabile sono stati adottati i principi contabili internazionali IAS/IFRS e hanno subito una profonda rivisitazione i principi contabili nazionali che dedicano, nel documento OIC 15 – *Crediti*, una parte specifica all'operazione di cartolarizzazione, modificando in maniera significativa la contabilizzazione dell'operazione.

Dal punto di vista strutturale nell'ultimo decennio stiamo affrontando, a livello sistemico, la presenza di una crisi congiunturale in quasi tutti i paesi del mondo.

Tutto questo ha comportato, con particolare riferimento all'Italia la crescita dei crediti deteriorati che si sono in questi anni accumulati nei bilanci delle banche.

L'intero mondo bancario è stato stravolto e ha dovuto ridisegnare alcune funzioni organizzative; oggi intere strutture di queste entità sono occupate nell'attività del recupero crediti.

Gli ultimi interventi della BCE sul piano della vigilanza prudenziale obbligano le banche ad attuare politiche di bilancio sempre più rigorose nella valu-

tazione dei crediti in portafoglio con la conseguenza di dover operare pesanti svalutazioni nei loro bilanci.

Tutto questo spinge sempre più ad una gestione dedicata dei crediti non *performing* mediante la cessione a soggetti professionali.

Una delle strade che anche il legislatore italiano ha delineato è stata la cartolarizzazione.

Infatti, con il D.L. 14 febbraio 2016, n. 18 con lo scopo di rilanciare l'impiego di operazioni di cartolarizzazione, il MEF è stato autorizzato a concedere garanzie sui titoli appartenenti alle tranches senior emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto portafogli di crediti qualificati come deteriorati secondo le disposizioni di vigilanza.

Le operazioni di cartolarizzazione hanno ripreso, quindi, una loro dimensione e un loro interesse.

Nel 2016 con la partecipazione di Cassa Depositi e Prestiti, di alcune banche e investitori istituzionali è stato costituito un fondo comune (Fondo Atlante) che ha dedicato il 30% delle proprie risorse all'acquisto di crediti non *performing*.

L'acquisto di crediti che il Fondo ha attuato è stato con una remunerazione pari al 30% del valore nominale.

La costituzione di un secondo fondo (Fondo Atlante II) per l'acquisto di Non Performing Loans – NPL e di titoli di tranches junior e mezzanine emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati ha evidenziato quanto sia l'impegno dedicato a questo tipo di operazioni.

L'*obiettivo del lavoro* è quello, partendo dal precedente studio, di sviluppare l'evoluzione normativa e contabile che la cartolarizzazione ha avuto in questi anni, con particolare riferimento all'Italia.

Nel contempo si vogliono analizzare ed evidenziare i vantaggi e le criticità che questo tipo di operazioni comporta.

La *motivazione* del presente lavoro è legata all'incremento dell'utilizzo dello strumento e alla necessità di disporre di uno studio attuale e aggiornato su tali operazioni; solo conoscendone tutti gli aspetti si possono individuare gli idonei strumenti per comprenderla e attuarla.

L'opera si articola in sei capitoli.

Il primo capitolo fornisce un inquadramento del processo di cartolarizzazione, analizzando la struttura dell'operazione e i soggetti che la attuano non limitandosi alle attività dell'*originator*, degli investitori e della società veicolo SPV, ma contemplando anche tutti quei soggetti che ruotano intorno ad essi, quali: l'*arranger*, la *società di rating*, il *servicer*, il *credit enhancer*, il *trustee*, la *merchant bank* e, infine, le tutele che possono essere messe in atto a tutela degli investitori.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi degli aspetti contabili nel bilancio dell'*originator*. In Italia, ai sensi della Legge 130/1999, qualunque entità economica può rivestire il ruolo di *originator* nell'ambito di un'operazione di *securitization*, pertanto la rappresentazione in bilancio può avvenire secondo differenti modalità.

La normativa offre due quadri normativi per la redazione dei bilanci: le disposizioni del Codice Civile con i principi contabili nazionali OIC e i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

L'obbligo di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS emanati dallo IASB (*International Accounting Standard Board*), ai sensi della normativa comunitaria recepita in Italia, vige per le società quotate.

In precedenza, l'obbligo sussisteva anche per le società emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico, le banche e gli intermediari finanziari soggetti a vigilanza, le società assicurative quotate, mentre per quelle non quotate l'obbligo vigeva solo con riferimento al solo bilancio consolidato. Infatti, la Legge di bilancio 2019 (L. 132/2018) ha previsto che, a partire dal bilancio 2018, i soggetti elencati nel precedente periodo, i cui titoli non fossero quotati, potessero scegliere tra principi contabili internazionali e principi contabili OIC emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità.

Il terzo capitolo, invece, analizza lo *Special Purpose Vehicle* (SPV), soggetto fondamentale nell'operazione perché permette di separare gli attivi, oggetto di cartolarizzazione, dal bilancio dell'*originator*; in particolare viene analizzata in questo capitolo la predisposizione del bilancio dello SPV.

Il quarto capitolo affronta gli aspetti normativi, fiscali e informativi dell'intera operazione alla luce anche del recepimento del Regolamento UE 2017/2402 e delle circolari degli organi di vigilanza disposte da Banca d'Italia, Banca Centrale Europea e Consob.

Il quinto capitolo è stato affrontato il tema del rischio legato alla *securitization* e in particolare il rischio di credito, il rischio informativo, il rischio di tasso e il rischio liquidità.

Infine, nell'ultimo capitolo si sono riportati due casi reali al fine di dare un contributo aggiuntivo alla ricerca. Il primo caso riguarda trentotto banche che cartolarizzano i loro crediti in sofferenza. Il caso offre la possibilità di analizzare le fasi dell'operazione sotto i molteplici e variegati aspetti che una operazione di tale grandezza coinvolge. Il secondo caso ha affrontato e individuato tutta la *disclosure* relativa all'operazione inserita nel fascicolo di bilancio dell'*originator* che ha attuato una operazione di cessione di crediti derivanti da contratti di finanziamento.

2. Orientamento metodologico

La metodologia della ricerca ha compreso un'analisi della dottrina nazionale e internazionale in merito all'operazione di cartolarizzazione con l'obiettivo di dare una visione completa dell'attuale situazione sul punto per poi evolvere in considerazioni e interpretazioni personali sulla tematica.

In particolare, sono stati affrontati e analizzati una serie di problemi contabili dell'operazione, sia per quanto riguarda i soggetti che redigono i bilanci secondo il Codice Civile e i principi contabili nazionali, sia per i soggetti che redigono i bilanci secondo i principi contabili internazionali.

Per questi ultimi si è cercato di raccogliere e sviluppare le problematiche legate all'adozione, per questo tipo di operazione, del principio contabile IFRS 9 *Financial Instruments* entrato in vigore dal 1° gennaio 2018 in sostituzione dello IAS 39 individuando analogie e differenze con quelli nazionali sulla medesima tematica.

Successivamente si è cercato di affrontare in maniera sistemica i principali fattori di rischio che caratterizzano le operazioni di cartolarizzazione: rischio di credito, rischio legale, rischio informativo, rischio di tasso e rischio di liquidità.

Infine, la ricerca si è sviluppata mediante il metodo qualitativo inserendo due casi reali. Il primo relativo alla cartolarizzazione di crediti in sofferenza di trentotto banche per un valore nominale di quasi settecento milioni, mentre il secondo è relativo alla cessione di crediti di finanziamento.

L'analisi di tali casi reali ha permesso da un lato di vedere ogni passo relativo alla complessa operazione di cartolarizzazione e alla pluralità di attori che vi rientrano, dall'altro la possibilità di vedere la *disclosure* di tale tipo di operazione all'interno di un fascicolo di bilancio offrendo così la possibilità di vedere applicati nella realtà aspetti o situazioni affrontate nei capitoli precedenti.

Data l'attualità della tematica discussa, il volume può avere molteplici *target* di riferimento. In primo luogo, gli istituti bancari, le aziende, i loro consulenti, e tutti coloro che sono interessati ad utilizzare lo strumento della cartolarizzazione come parti attiva e propositive nella costruzione dell'operazione.

In secondo luogo, il volume può essere indirizzato agli studenti di Lauree Magistrali in discipline economico-aziendali delle università italiane, così come di Master in ambito amministrativo-finanziario.

1.

Aspetti introduttivi del processo di cartolarizzazione

1.1. Aspetti generali del processo di *securitization*

La cartolarizzazione è un'operazione finanziaria che nella lingua inglese viene denominata *securitization*. L'operazione prevede che attività – *assets* – siano ceduti da parte di un ente denominato *originator*, solitamente una banca o un istituto finanziario, a una società appositamente creata, *Special Purpose Vehicle* (SPV), che si prefigge il compito di convertire tali *assets* in titoli obbligazionari – ABS¹ – e renderli negoziabili su un mercato². Questo processo finanziario è definito nel modello *originate-to distribute*³. Il rimborso dei titoli e gli interessi previsti sono collegati ai flussi di cassa generati dalle attività cedute. L'impresa, in tale modo, consapevole dell'esistenza delle relazioni che intercorrono tra la sua durabilità, la sua autonomia e la sua economicità⁴ nella

¹ *Asset-Backed Securities*: titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione a seguito della cessione degli *assets* da parte dell'*originator* e garantiti da attività sottostanti. Nella disciplina italiana questi titoli sono strumenti finanziari assoggettati, tra l'altro, alle disposizioni del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, artt. 129 e 143 T.U.B. e fiscalmente equiparati a titoli obbligazionari.

² Si vedano, tra gli altri, M. Damilano (2000), *La securitisation dei crediti*, Giappichelli, Torino; C. Giannotti (2004), *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano.

³ E. Beccali (2009), *Originate to distribute*, Università Cattolica Sacro Cuore, Osservatorio ECRIRE, appunti disponibili sul sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/lam-9.pdf>, “Modello di intermediazione in cui la banca eroga prestiti che sono prontamente trasferiti ad un'altra istituzione finanziaria. La seconda istituzione a fronte della proprietà dei prestiti emette degli strumenti finanziari rappresentati dagli stessi scambiabili nel mercato secondario – da *asset illiquido a strumento negoziabile*”.

⁴ Il concetto di economicità è stato oggetto di una ricca letteratura. Seppur in modo non esaustivo, per un maggiore approfondimento, si fa riferimento alle seguenti opere. A. Amaduzzi (1949),

continua ricerca di un suo equilibrio ha la possibilità di smobilizzare dei propri *assets* anticipando la propria liquidità. L'impresa, così, caratterizzata per essere un sistema vitale⁵ continuamente in relazione con i propri portatori di interessi⁶ e del quale “non ne può fare a meno”⁷ ha la possibilità di attrarre e mantenere le risorse migliori ed essere competitiva nel lungo periodo soddisfacendo tempestivamente le esigenze di remunerazione, da un lato dei soggetti che hanno conferito il capitale e, dall'altro anche di tutti i fattori produttivi⁸.

L'operazione di *securitization* è nata e si è sviluppata dal 1970 negli Stati Uniti⁹. Questa operazione inizialmente era stata impiegata per la smobilizzazione di mutui edilizi e crediti ipotecari (MBS – *Mortgage Backed Securities*)¹⁰, emessi da un'agenzia federale costituita *ad hoc*, la GNMA (*Government National Mortgage Association-in breve Ginnie Mae*). La Ginnie Mae, insieme ad altre due agenzie governative, che erano la Fannie Mae e la Freddie Mae¹¹, operavano come intermediari nel mercato immobiliare statunitense e si ponevano e operavano come delle SPV, al fine di facilitare l'ammissione dei cittadini americani alle proprietà della casa¹². Successivamente, sempre

Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettiche del suo equilibrio, Signorelli, Roma; G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 198 ss.; C. Masini (1979), *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, p. 240 ss.; F. Ranalli (1988), *Considerazioni sul tema dell'economicità aziendale*, Clua Editrice, Pescara; G. Zanda (2015), *Fondamenti di economia aziendale*, Giappichelli, Torino; G. Zanda (2006), *Lineamenti di economia aziendale*, Kappa, Roma.

⁵ G. Donna (1999), *La creazione di valore nella gestione di imprese*, Carrocci, Roma, p. 30.

⁶ Si veda, tra gli altri, V. Cantino (2002). *Valore di impresa e merito creditizio*, Giuffrè, Milano, p. 2; V. Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, p. 18.

⁷ Si veda, tra gli altri, G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, p. 6 ss.; G. Golinelli (2010), *L'Approccio Sistemico Vitale (ASV) al governo dell'impresa*, Vol. 2; *Verso la scientificazione dell'azione di governo*, Cedam, Padova.

⁸ Si veda sul tema, seppur in modo non esaustivo, le seguenti opere. G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda (1994), *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna, p. 185 ss.; G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 109 ss.; P. Onida (1968), *Economia d'azienda*, Utet, Torino, p. 185 ss.

⁹ G. Giovando (2006), *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino, p. 1.

¹⁰ E. Frankel (1997), *Securitization of Loans: Asset-Backed Securities and Structured Financing*, in “The Financial Services Revolution, Understanding the Changing Roles of Banks, Mutual Funds and Insurance Companies 447”. Clifford E. Kirsch, ed. New York: McGraw-Hill.

¹¹ Fannie Mae Federal National Mortgage Association (1986), Riferimenti, Murray-Hadaway, *Mortgage Backed Security: An Investigation of Legal and Financial Issues*, “The Journal of Corporation Law”, n. 11. Freddie Mae Federal HomeLoan Mortgage Corporation.

Riferimenti (2000), Megliani, *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, “Diritto del commercio internazionale”, n. 1.

¹² V. Cusseddu (2011), *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria-Capire la Finanza*, Fondazione Culturale Responsabilità Etica Onlus, Scheda n. 10.

negli Stati Uniti, il processo di *securitization* si espanse a nuovi tipi di prestiti, ovvero gli ABS.

L'operazione di cartolarizzazione si sviluppò in Europa più tardi. I primi a svolgere in Europa un'operazione di cartolarizzazione furono gli inglesi e solo molto più tardi ci fu una diffusione anche in Italia, anche in conseguenza del fatto che vi erano molti limiti legali e normativi¹³.

Attualmente si può sostenere che tale processo si sia evoluto sia nel tipo di attività che nel tipo di soggetti coinvolti. La novità che sta alla base della cartolarizzazione è il fatto che si riescano a convertire *assets* non negoziabili in attività alienabili riuscendo in tale modo a produrre dei vantaggi sia all'*originator* che agli investitori e, inoltre, con tale tecnica è consentito il trasferimento del rischio del credito a un soggetto diverso dall'*originator*¹⁴.

Le esperienze giuridiche dei vari paesi hanno sviluppato due diverse modalità tecniche di tali operazioni: una di tipo societario, tipico di stati con matrice *common law*, e una che fa un utilizzo di un fondo comune, tipico di stati con matrice *civil law*¹⁵.

Il primo modello si basa sull'alienazione di un *pool* di crediti a una società veicolo (SPV), che è stata costituita unicamente al fine di svolgere un'attività di cartolarizzazione con un capitale limitato. Nella cessione l'ente beneficiario immette nel mercato tali titoli e con la sottoscrizione di tali titoli agli investitori genera flussi di liquidità che la SPV stessa utilizzerà per pagare i crediti acquisiti dall'*originator*. In tale modo la SPV non detiene alcun tipo di attività e diventa a tutti gli effetti un "veicolo", accomunabile a una *Bankruptcy Remote*, ovvero è un ente che assicura e garantisce ai sottoscrittori gli importi ricevuti dai debitori ceduti, dato che i titoli sono entrati nelle proprietà della cessionaria questi non saranno esposti ad azioni volte al soddisfacimento di creditori, né al rischio di un eventuale procedura fallimentare¹⁶.

Nella figura sottostante la rappresentazione del modello *common law* (Figura 1)¹⁷.

¹³ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

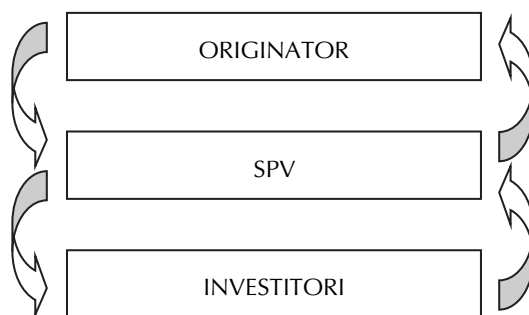
¹⁴ Y. Altunbaas (2009), *Securitisation and the bank lending channel*, "European Economic Review", n. 53.

¹⁵ R. Costi (1998), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Atti del Convegno svoltosi a Roma il 4 dicembre in "Il disegno sulla cartolarizzazione dei crediti", ABI, Bancaria Editrice, Roma.

¹⁶ D. Galletti, G. Guerrieri (2002), *La cartolarizzazione dei crediti*, Il Mulino, Bologna.

¹⁷ Rivisitazione modello da G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

Figura 1.1. – *Il modello di cartolarizzazione common law*



Fonte: rivisitazione G. Giovando (2006), *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino, pp. 8-9.

Nel modello illustrato il flusso finanziario delle attività trasferite seguendo la direzione delle frecce discende allo SPV e successivamente alla conseguente conversione in titoli alienabili sul mercato per essere sottoscritti dai possibili investitori. Nello stesso modello, come si può notare dalla figura, seguendo le frecce che risalgono verso l'alto si evidenziano i flussi monetari che sono conseguenza dei crediti collocati presso gli investitori e rappresentano la liquidità necessaria utilizzata dallo SPV per acquistare i titoli dall'*originator*.

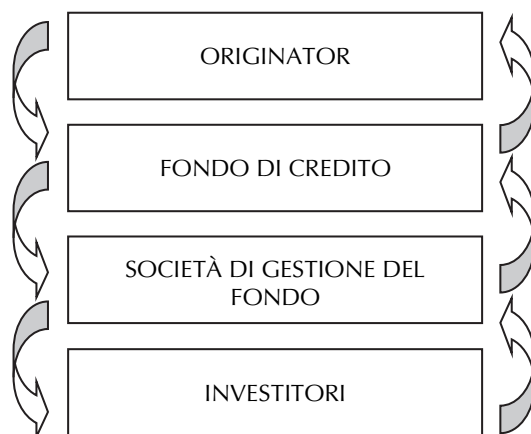
Il secondo modello, quello denominato *civil law*, ha come caratteristica quella di far confluire i crediti o le attività in un patrimonio che non rientra nelle disponibilità della società. Questi lotti di crediti verranno inseriti in un Fondo, che si occuperà della gestione economica di quest'ultimi. In poche parole viene creato un Fondo Comune in cui saranno depositati tutti i crediti concessi e verrà impiegato un patrimonio separato dalla personalità giuridica e guidato da un intermediario *ad hoc*¹⁸.

Nella figura sottostante vi è la rappresentazione del modello *civil law* (Figura 2)¹⁹.

¹⁸F. Callegaro (2003), *La cartolarizzazione dei crediti. La società, i contratti, la vigilanza*, Ipsoa, Milano.

¹⁹Rivisitazione modello da G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

Figura 1.2. – *Il modello di cartolarizzazione civil law*



Fonte: rivisitazione G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., pp. 8-9.

Nel modello illustrato il flusso finanziario delle attività trasferite seguendo la direzione delle frecce discende al Fondo di crediti gestito da una Società di gestione della stessa e successivamente alla loro conversione in titoli alienabili sul mercato per essere sottoscritti dai possibili investitori. Nello stesso modello, come si può notare dalla figura, seguendo le frecce che risalgono verso l'alto si evidenziano i flussi monetari che sono conseguenza dei crediti collocati presso gli investitori e rappresentano la liquidità necessaria utilizzata dalla Società di Gestione del Fondo per acquistare i titoli dall'*originator*.

Come è stato detto in precedenza, in Italia, l'operazione di cartolarizzazione è arrivata successivamente e si è sviluppata lentamente: la prima operazione di cartolarizzazione risale al 1990 ed è stata effettuata dalla Citifin Finanziaria S.p.A., facente parte del gruppo americano Citibank. La causa di questo ritardo è dovuta a molteplici fattori quali, ad esempio, l'assenza di una base normativa autonoma e limiti derivanti dalla regolamentazione e dal Codice Civile²⁰. Fino al 1999, anno in cui entrò in vigore la prima legge per regolare la *securitisation*, Legge 130/1999²¹, la struttura dell'operazione era complessa e prevedeva la presenza di una società internazionale e una doppia cessione dei crediti, realizzando una così definita "*cross-boarder securitisation*". Que-

²⁰ G. Rumi (2000), *Securitisation – La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, "Il Sole 24 Ore", Milano.

²¹ Tale legge è stata successivamente modificata con la Legge 80/2005 all'art. 7 con l'aggiunta degli artt. 7-bis e 7-ter.

sta operazione si sostanziava attraverso la costituzione di due SPV – peculiarità della struttura chiamata *two-tier* – indipendenti dall'*originator*: una prima SPV acquisiva pro-soluto il portafoglio crediti dall'*originator* che, in quanto cessionario di crediti d'impresa, era qualificata come società di *factoring* di diritto italiano; una seconda SPV costituita da un gruppo estero che da un lato effettuava l'emissione di *securities* e dall'altro erogava un finanziamento rimborsabile secondo i flussi di cassa relativi al portafoglio ceduto. Il prestito erogato dalla SPV estera "replicava" i flussi e il livello di rischio del *pool* di attivi di proprietà del veicolo italiano²².

Il legislatore, in Italia, con la Legge 130/1999, ha preferito venisse adottato il modello anglosassone, tipico dei paesi di matrice *common law*. La propensione alla matrice *common law* è illustrata nella redazione sul disegno di legge del febbraio 1999²³ dove viene preferita la creazione di una SPV rispetto alla costituzione di un fondo. Anche se il legislatore predilige il modello anglosassone, questo non preclude che il modello *civil law*, utilizzato principalmente in Spagna e Francia, non possa essere utilizzato dagli istituti finanziari all'interno del nostro paese²⁴.

La Legge 130/1999 è stata successivamente modificata con la Legge 80/2005 all'art. 7 con l'aggiunta degli artt. 7-*bis* e 7-*ter*. Gli obiettivi della norma sono stati diretti a migliorare l'efficienza allocativa del sistema finanziario, accrescere e potenziare il mercato finanziario e cercare di porre fine ai problemi relativi a portafogli bancari composti da crediti di scadente qualità²⁵.

Dall'inizio del secolo in poi, in Europa, si è assistito a una crescita nell'utilizzo della *securitisation* le cui cause sono riconducibili principalmente a tre fattori²⁶:

- aumento della domanda di ABS da parte degli investitori istituzionali, che sono diventati più propensi a investire nel *credit risk*. Le tipologie dei titoli emessi sono diventate più appetibili perché sono diversificate in termini del

²² V. Carnovale (2002), *La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)*, "Diritto della banca e del mercato finanziario".

²³ Relazione della VI Commissione Permanente sul Disegno di Legge n. 5058, Disposizioni sulla Cartolarizzazione dei Crediti del 22 febbraio 1999, http://leg13.camera.it/_dati/leg13/lavori/stampati/pdf/50580A.pdf.

²⁴ In merito si veda Warn, Kula, Suriya (2019), *The international comparative legal to: Securitisation 2019*, Global Legal Group Ltd, London.

²⁵ F. Targetti (1999), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Capitolo IX, ABI, Bancaria Editrice, Roma.

²⁶ Y. Altunbas, L. Gambacorta, D. Marques (2007), *Securitisation and the bank lending channel*, Banca d'Italia, Roma, pp. 6-7.

- loro sottostante, del settore a cui si rivolgono e del *rating* e, normalmente, offrono un interesse maggiore rispetto alle obbligazioni;
- informazioni finanziarie sulle operazioni di cartolarizzazione molto più precise, anche grazie all'innovazione tecnologica, influenzando sul cambiamento della struttura dei costi di ABS e aumentando la varietà di prodotti finanziari sul mercato;
 - introduzione nel continente europeo della moneta unica che ha eliminato il rischio di cambio e ha aumentato l'integrazione finanziaria. Infatti, per gli investitori istituzionali, da un lato, è aumentata la possibilità di investimento anche fuori dai confini nazionali, dall'altro lato è aumentato il bacino dei nuovi possibili investitori generando una competizione più accesa tra le banche europee portando a una riduzione dei costi di commissione a beneficio dei sottoscrittori.

1.2. La struttura tipica dell'operazione

La cartolarizzazione, come è stata definita, è un'operazione che trasforma crediti o altre attività di natura finanziaria in strumenti negoziabili e alienabili su un mercato secondario aperto al pubblico. L'operazione di cartolarizzazione può essere vista come una tecnica finanziaria che genera, attraverso un *pool* di *assets*, appositamente selezionati, quali impieghi creditizi, mutui, prestiti finanziari, del *cash-flow* a supporto di titoli venduti sul mercato di capitali²⁷.

Il processo anche se composto da molte operazioni può essere descritto tramite una struttura articolata in tre fasi²⁸:

- individuazione degli *assets* da cartolarizzare;
- cessione del portafoglio di *assets* allo *Special Purpose Vehicle* (SPV);
- emissione e collocamento dei valori mobiliari rappresentativi delle attività cedute.

Nella prima fase vi è l'individuazione da parte della società emittente del *pool* di *assets* da cartolarizzare. Questi saranno individuati in modo da poter generare flussi di cassa per il rimborso dei titoli emessi e per la retribuzione degli interessi. Tali titoli dovranno avere caratteristiche omogenee sia dal punto di vista giuridico che finanziario. In questa fase l'*originator* è coadiuvato da un *advisor* (una banca) che aiuta l'ente a predisporre un piano di sostenibilità dell'operazione.

²⁷ S. De Angeli, M. Oriani (2000), *La securitization dei crediti bancari*, Franco Angeli, Milano.

²⁸ V. Carnovale, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit. Riferimento trovato su sito http://www.tuttalafinanza.it/joomla/contents/La_Cartolarizzazione_dei_crediti.pdf.

Nella seconda fase, successivamente all'identificazione delle attività con i requisiti adatti per essere cartolarizzati, si dovrà esaminare il modo per cederli. In questa fase diventa fondamentale il meccanismo di isolamento e separazione dei crediti inerenti al processo di *securitization* dal bilancio della società emittente. L'operazione, con formula pro-soluto, prevede la creazione di una società veicolo (SPV) che diventa proprietaria e detentrica delle attività cedute dall'*originator*. La SPV in tale modo diventa una *Banckruptcy Remote Company*, cioè un ente indipendente, che in un eventuale fallimento non è tenuto a rispondere a tale rischio e, inoltre, tale entità è giuridicamente separata dalle operazioni dell'*originator*²⁹.

Si può quindi evidenziare come lo *Special Purpose Vehicle* svolga le seguenti funzioni:

- di intermediazione tra l'*originator* e il mercato dei capitali;
- di divisione dei crediti del portafoglio societario da quelli che saranno poi oggetto del processo di *securitization*³⁰.

Nell'ultima fase del processo di cartolarizzazione avviene l'emissione e il collocamento degli ABS su un mercato di capitali, da parte di una SPV, con lo scopo di sponsorizzare l'acquisizione di tali titoli. Gli ABS saranno ceduti con una clausola "*limited recourse*"³¹. Tale tipologia di clausola tutela gli emittenti, consentendo di non essere legati ai soggetti eroganti se non nei limiti dei titoli ceduti e, di conseguenza, i sottoscrittori non avranno alcun diritto di risarcimento nei confronti dell'*originator*. Il rischio che pertanto gli investitori devono monitorare è quello riguardante il *pool* di crediti, che dovranno essere in grado di generare flussi di cassa adeguati nei tempi e nell'ammontare al rimborso del capitale e degli interessi³². Aspetto fondamentale e rilevante dell'operazione di cartolarizzazione sarà il trasferimento o meno dei rischi.

Successivamente all'operazione di cartolarizzazione l'attività principale da svolgere sarà quella di monitorare che le attività acquisite garantiscano il necessario *cash-flow* per il pagamento degli interessi.

Nel processo di cartolarizzazione è molto importante capire la relazione dei

²⁹ G. Gorton (2004), *Special Purpose Vehicle and Securitization, The Risks of Financial Institutions*, Mark Carey and René Stulz Editors, University of Chicago, Chicago. Riferimento trovato sul sito internet <http://www.nber.org/chapters/c9619>.

³⁰ G. Ferri (1998), *La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese italiane*, "Studi e note di economia", n. 3.

³¹ <https://www.investopedia.com/terms/l/limitedrecoursedebt.asp>.

³² S. Galiani, F. Polimeni, M. Proietti (2003), *Credit Derivatives e cartolarizzazione*, "Il Sole 24 Ore", Milano, p. 159.

soggetti e delle attività di un'operazione di *securitization* che possano essere suddivise in due categorie³³:

- quella che comprende le cosiddette attività primarie, che consistono nell'erogazione e nell'alienazione dei crediti e/o titoli. I soggetti fondamentali sia a livello economico che giuridico, affinché si possa parlare di cartolarizzazione dei crediti, sono: l'*originator*, lo SPV e i sottoscrittori³⁴;
- quella che comprende attività di supporto, con determinate competenze. In questo caso i soggetti principali sono: le agenzie di *rating*, il *credit enhancer* e il *servicer*.

Ambedue le categorie sono importanti in un'operazione di *securitisation* per rendere il processo efficiente ed efficace, come ha dimostrato di essere nel corso degli anni.

1.3. Tipologia di asset

La principale attività di un'operazione di *securitization* è l'individuazione e la selezione degli *assets* da inserire nel paniere da cartolarizzare, poiché la riuscita del processo dipenderà, come già detto in precedenza, dal *cash-flow* che tali attività genereranno. Affinché un'attività possa essere utilizzata come sottostante di una operazione di *securisation* deve possedere specifici requisiti quali³⁵:

- essere individuabile, anche in “blocco” nel caso di pluralità di *asset* simili, come i crediti, e, quindi, considerandoli unitariamente, come un'unità omogenea³⁶;
- essere giuridicamente separabile dal patrimonio del cedente.

Tali requisiti derivano dall'esigenza di separare il patrimonio dell'*originator* e i beni oggetto di cartolarizzazione e i relativi flussi di cassa. Indispensabile, come visto, sarà la capacità di generare flussi di cassa, in quanto necessari per il pagamento degli interessi e il rimborso degli ABS, pertanto ai precedenti requisiti si potranno aggiungere³⁷:

³³ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

³⁴ P. Bontempi, G. Scagliarini (1999), *La securitization. Teoria e pratica del diritto*, Vol. II, Giuffrè, Milano.

³⁵ F. Pizzutilo (2002), *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, Giuffrè, Milano, p. 27.

³⁶ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 32.

³⁷ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, cit., p. 27.

- la generazione di flussi;
- la necessità di un paniere di *asset* complessivamente grande.

È infatti necessario che l'operazione riguardi un ammontare ingente di attività, per giustificare gli elevati costi fissi che l'originator deve sostenere per poterla realizzare.

La figura³⁸ seguente mostra le principali classi di *asset* cartolarizzati nel mondo.

Aircraft leases	Manufactured housing loans
Auto loans (prime)	Mortgages (prime)
Auto loans (subprime)	Mortgages (alt-A)
Auto leases	Mortgages (subprime)
Commercial real estate	Mortgages (commercial)
Computer leases	RV loans
Consumer loans	Small business loans
Credit card receivables	Stranded utility costs
Equipment leases	Student loans
Equipment loans	Trade receivables
Franchise loans	Time share loans
Future flows receivables	Tax liens
Healthcare receivables	Taxi medallion loans
Health club receivables	Viatical settlements
Home equity loans	Whole businesses
Intellectual property cash flows	
Insurance receivables	
Motorcycle loans	
Music royalties	

Le prime operazioni di cartolarizzazione sono avvenute attraverso i crediti per mutui ipotecari MBS. Tali attività possono essere distinte in due tipi:

- prestiti ipotecari residenziali;
- prestiti ipotecari commerciali.

I prestiti ipotecari residenziali sono di lungo periodo e sono stati erogati per l'acquisto di immobili privati a uso "residenziale", RMBS. I prestiti ipotecari commerciali sono finanziamenti concessi per l'acquisizione di immobili a uso commerciale, CMBS³⁹.

Le operazioni di cartolarizzazione hanno poi coinvolto altri tipi di attività

³⁸ *Rating agency reports source*, e riportato anche in G.M. Constantinides, M. Harris, R.M. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2, Elsevier, North Holland, p. 20.

³⁹ E. Broccardo (2015), *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano.

come gli ABS, *Asset Backed Securities*, titoli il cui sottostante è un portafoglio di crediti o attività i cui flussi finanziari sono volti prevalentemente al pagamento degli investitori. Gli ABS riguardavano per lo più crediti al consumo, crediti per *leasing* e prestiti per l'acquisto di auto. Gli ABS hanno avuto un'evoluzione che li ha portati a diventare dei titoli strutturati o *collateralized obligations*, CO. Le *collateralized obligations* hanno la possibilità di essere suddivisi in tranche con differenti tassi e tempistiche e, inoltre, hanno la possibilità di un diverso grado di remunerazione degli interessi e del capitale⁴⁰.

Possono essere suddivise e distinte in tipologie differenti⁴¹:

- *Collateralized Mortgage Obligations* (CMO) nascono dall'unione di prestiti immobiliari e si differenziano dalle MBS per tasso d'interesse, durata e pagamento in base alla classificazione del loro *rating*.
- *Collateralized loan obligation* (CLO) sono obbligazioni il cui prestito proviene da titoli di un istituto bancario.
- *Collateralized bond Obligation* (CBO) l'attività oggetto di *securitization* è un *pool* di obbligazioni, *project bond*⁴², emesse da differenti soggetti situati in differenti stati e con differenti *rating*.
- *Collateralized Debt Obligation* (CDO) si tratta di prestiti o obbligazioni bancarie. I CDO sono obbligazioni garantite da un *pool di assets* che si differenziano dagli ABS in quanto, normalmente, sono caratterizzati da un numero esiguo di attività, di ingenti entità ed elevata eterogeneità, quali ad esempio la tipologia, l'emittente, area geografica, realizzando un vantaggio di diversificazione e diminuzione della volatilità dei rendimenti attesi.

Al fine di procedere con un processo di cartolarizzazione gli *assets* scelti per tale operazione devono avere specifiche caratteristiche⁴³:

- generare liquidità;
- valore e volume considerevole;
- essere facilmente identificabili;
- possibilità di divisione dal patrimonio dell'*originator*.

Le caratteristiche appena descritte vengono ritrovate negli immobili, sia commerciali, sia residenziali e che quindi sono spesso oggetto di cartolarizzazione. Le

⁴⁰ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

⁴¹ A. Amato (2005), *Emissione di bonds, cartolarizzazione e metodologie di rating nella finanza di progetto*, "Economia e diritto del terziario", n. 1.

⁴² <http://www.lestradedellinformazione.it/site/home/rubriche/le-strade-delleconomia/articolo8928.html>.

⁴³ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitization*, cit.

banche e gli istituti finanziari spesso cedono tali *assets*⁴⁴, per molteplici ragioni quali gli elevati costi di gestione e la necessità di personale idoneo alla gestione, per ottenere liquidità. Il processo di vendita di tali immobili spesso è complesso e utilizza lo strumento del *sale and lease back*: gli immobili vengono venduti a una società di *leasing* per poi essere riacquistati in futuro. In tale modo le rate e i canoni di locazione potrebbero essere vincolati dal processo di *securitization*.

La procedura di cartolarizzazione dei crediti è quella che più è stata utilizzata nel mondo finanziario e sulla quale concentreremo la nostra attenzione dello studio.

La cartolarizzazione dei crediti prevede differenti tipi di titoli tutti con le caratteristiche adeguate e consoni per essere cartolarizzate⁴⁵:

- Mutui ipotecari (*mortgage loan*): sono dei prestiti garantiti da un’ipoteca su una proprietà immobiliare e il debitore effettua il proprio piano di rimborso (o di ammortamento), in base al tipo di contratto sottoscritto, e in caso di insolvenza perderà ogni tipo di potere su tale cespite a favore del creditore che potrà rivalersi su di esso. Questi tipi di crediti sono stati i primi a essere sottoposti al processo di *securitization*, titoli conosciuti come MBS – *Mortgage Backed Securities*. Le proprietà immobiliari oggetto di contratti di mutuo ipotecario possono essere divise in due ampie categorie: proprietà immobiliari di tipo residenziale e proprietà immobiliari di tipo non residenziale. In quest’ultima categoria sono compresi gli edifici a uso commerciale, come i centri commerciali, i capannoni o gli uffici. Le proprietà immobiliari di tipo residenziale possono a loro volta essere suddivise tra strutture *single family* (abitabili da 1-4 famiglie) e strutture residenziali *multifamily* (come i condomini). Questa classificazione identifica due rami differenti del mercato degli MBS: esistono, infatti, titoli cartolarizzati che utilizzano come sottostante mutui di tipo *single family* e titoli chiamati *commercial mortgage backed securities* (CMBS), aventi come sottostanti mutui su proprietà commerciali oppure *multifamily property*.
- Contratti di *leasing*: tale tipologia di contratti prevedono una negoziazione bilaterale tra il soggetto che produce, vende o affitta il proprio bene (locatore) e il soggetto che usufruisce di tale bene pagando dei canoni per l’utilizzo del bene stesso (locatario). Alla chiusura del contratto (che solitamente ha una durata inferiore alla vita utile del bene) il locatario, ovvero il

⁴⁴ U. Albertazzi, G. Eramo, L. Gambacorta, C. Salleo (2015), *Asymmetric Information in securitization: an empirical assesment*, “Journal of Monetary Economics”, n. 71, pp. 33-49.

F. Pizzuttilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitization*, cit.

⁴⁵ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

soggetto che ha usufruito dell'utilizzo del bene, può avere possibilità di rinnovare il contratto o addirittura acquistare il bene, dando un corrispettivo pattuito tra le parti al momento della stipula del contratto appena concluso⁴⁶. Tale tipologia di credito è particolarmente adatta per attuare un'operazione di cartolarizzazione poiché sono caratterizzati da un alto grado omogeneità e periodicità dei flussi finanziari e da una durata idonea a consentire l'operazione e sono inoltre facilmente aggregabili. Tali crediti possono essere provenienti da diversi settori e attività: automobili, strumentazione, *computer* o aerei. Questa cessione diminuisce il rischio della mancanza del flusso di pagamenti dovuti agli investitori poiché il *pool* di contratti collegati sono relativi a diversi settori dando indipendenza dall'andamento economico di un singolo mercato. Tuttavia, è necessario prevedere garanzie che proteggano l'investitore dal rischio di credito del debitore ceduto e dell'utilizzatore del bene in *leasing*⁴⁷.

- Crediti al consumo: sono i prestiti personali erogati dalle banche e dagli intermediari finanziari, ma anche i finanziamenti sotto forma di dilazione di pagamento del prezzo (regolamento differito o rateizzato), erogati dalle imprese (industriali, di servizi e mercantili al dettaglio) al consumatore finale⁴⁸. Tali crediti sono sempre più spesso utilizzati nelle operazioni di cartolarizzazione poiché assicurano flussi di cassa costanti, al pari dei mutui ipotecari, facilmente prevedibili in termini di tempo e di ammontare e sono spesso assistiti da garanzia reale o personale⁴⁹. Sono ricompresi in tali crediti i finanziamenti erogati per l'acquisto di beni di consumo, come ad esempio le automobili (*Auto-loan backed securities*), ma anche da crediti provenienti dall'impiego di carte di credito (*credit card loan*).
- Crediti commerciali problematici: NPL, *Non Performing Loans*.
- Crediti del settore pubblico: rilevanti crediti che sono vantati da istituzioni pubbliche o dallo Stato.
- Crediti delle società di *factoring*: la tecnica attuata dello smobilizzo dei crediti e di finanziamento, viene visto sotto la possibilità concessa alla società di *factoring* di cedere i crediti di cui risulta a sua volta cessionaria. Questa categoria di crediti presenta caratteristiche appetibili per diventare oggetto di cartolarizzazione, tuttavia viene utilizzata con meno frequenza rispetto ad altri *asset*: il motivo è riconducibile alle minori garanzie offerte

⁴⁶ G. Ossola (1994), *Il bilancio delle società di leasing*, Giappichelli, Torino.

⁴⁷ I. Viktorovich Linev (2014), *Application of Securitization of Leasing Assets*, Vestnik MGIMO-Universiteta Journal.

⁴⁸ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

⁴⁹ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, cit.

rispetto a altre tipologie di credito, come i mutui ipotecari o i crediti per i contratti di *leasing*⁵⁰.

Come è stato evidenziato in precedenza, nel processo di cartolarizzazione non solo i crediti possono essere ricompresi tra gli attivi ma anche altri *assets*, quali le immobilizzazioni materiali e immateriali: immobili⁵¹, *royalties*, licenze e diritti capaci di generare flussi finanziari dal loro utilizzo. In questo caso l'operazione potrebbe definirsi sullo schema del *project financing*, con la differenza che quest'ultimo è strutturato per acquisire risorse finanziarie per la realizzazione di un'opera, mentre nel caso di una *securitisation* si utilizzerebbero beni già esistenti per ottenere liquidità al fine di impiegarla per altre finalità decise dall'*originator*.

1.4. Le tipologie di strutture dell'operazione

L'operazione di cartolarizzazione, come visto nei paragrafi precedenti, può essere schematizzata con un modello generale che ne descrive, seppur in modo sintetico, le caratteristiche tecniche dell'operazione. Da tale modello analizzato e applicando delle variazioni si possono avere diversi e nuovi tipi di struttura. Le principali strutture volte all'emissione degli ABS sono⁵²:

- *Pass-through structure*;
- *Asset backed bond*;
- *Pay-through structure*;
- *Asset backed commercial paper*;
- *Strutture revolving*.

Le prime tre strutture si differenziano in base alla natura del diritto cartolarizzato, inteso come:

- diritto di titolarità sulle quote del pool di crediti acquistato dal cessionario;
- titolarità degli attivi smobilizzati, in capo agli investitori;
- metodologia di remunerazione previste per soddisfare i portatori dei titoli rappresentativi⁵³.

⁵⁰ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

⁵¹ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, cit.

⁵² C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

⁵³ F. Di Ciommo (1999), *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, Milano, <http://www.caplex.it/publications/i-soggetti-che-svolgono-operazioni-di-cartolarizzazione-e-la-separazione-patrimoniale/>.

1.4.1. Pass Through Structure

Nella tipologia di struttura *pass through*, l'*originator* trasferisce a una società veicolo (SPV) i propri crediti e la società veicolo si occupa del deposito e del controllo di tali attività configurando tale operazione ad un *trust*. Il *trust* è una operazione di diritto anglosassone in base al quale uno o più beni sono affidati a un soggetto fiduciario (*trustee*) affinché ne possa disporre per un determinato scopo ovvero in favore di uno o più beneficiari.

Nel *trust* la società è priva di capitalizzazione e non assume il possesso degli *asset* e nello stesso modo lo SPV non avrà capitale sociale e non diventerà detentore dei crediti, lavorando direttamente per i sottoscrittori degli ABS. La SPV agendo come *trustee* (fiduciario) emetterà delle attestazioni riguardanti la proprietà dei titoli cartolarizzati e gli investitori saranno i reali proprietari e titolari degli ABS emessi nel momento in cui sottoscriveranno i titoli, ovvero li acquisteranno. Questi titoli sono definiti "*pass through certificate*" e non sono presenti nei bilanci dell'*originator* e delle SPV in quanto non hanno vincoli o obblighi con esse. La SPV, in tale situazione, non diventa proprietaria del *pool* di crediti, infatti il trasferimento dei titoli non avviene tramite un contratto di cessione. In tal modo gli investitori saranno i proprietari dei titoli in quanto sottoscriveranno gli *assets* emessi dal *trust* e perciò avranno dei diritti di titolarità sugli stessi. I titoli emessi rappresentano un titolo di proprietà sugli attivi e, pertanto, gli investitori saranno proprietari a tutti gli effetti degli stessi. Tale operazione porta un vantaggio per l'*originator*: quello di cancellare dal proprio bilancio il *pool* di mutui ipotecari e, di conseguenza, le attività non liquide. Dall'altro lato, gli investitori sono protetti da due tipologie di *default*⁵⁴: quello dei debitori originari, coloro che hanno contratto i mutui cartolarizzati, e quello dell'*originator*. In entrambi i casi un'agenzia governativa assicurerà il pagamento degli interessi e del capitale.

La remunerazione spettante ai sottoscrittori è strettamente legata ai pagamenti che i debitori iniziali effettueranno. Vi sarà una stretta correlazione tra i flussi di cassa per il rimborso dei mutui e quelli dovuti agli investitori finali. Tuttavia, non vi sarà una perfetta equivalenza tra i due flussi da un punto di vista quantitativo e da un punto di vista temporale⁵⁵. Quantitativamente si dovranno considerare le commissioni di gestione dei crediti, che andranno dedotte dai flussi derivanti dal *pool* e, di conseguenza, ridurranno i flussi corrisposti ai possessori di ABS. Temporalmente vi sarà uno sfasamento temporale tra le scadenze-pagamenti dei mutui e gli incassi da parte degli investitori.

⁵⁴ S. Galiani, F. Polimeni, M. Proietti, *Credit Derivatives e cartolarizzazione*, cit.

⁵⁵ S. De Angeli, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, cit.

Questa struttura è generalmente utilizzata per operazioni di *securitization* che hanno per oggetto MBS, ovvero mutui o prestiti concessi per l'acquisto di immobili.

1.4.2. Asset Backed Bond Structure

La struttura si caratterizza dal fatto che la SPV, a differenza di come accade nel modello *pass through*, risulta essere detentrica e titolare dei crediti, che acquista e che poi cederà sotto forma di proprie attività⁵⁶. In questo modo gli investitori non avranno alcun tipo di titolarità verso i crediti, che tuttavia saranno iscritti nello stato patrimoniale del bilancio dello SPV sotto forma di obbligazione passiva dell'emittente.

In tale modo vi è completo scollegamento tra la società cedente, che rimane la titolare degli *assets* e retribuisce gli investitori con importi, e i flussi generati dai crediti alienati che questa incassa. Pertanto, è possibile che la società riorganizzi i flussi derivanti da tali titoli in *tranche* con diverse modalità e tempistiche di rimborso⁵⁷.

1.4.3. Pay Through Structure

La struttura nasce dall'unione delle due strutture descritte in precedenza e viene tipicamente usata dai paesi anglosassoni. Questa struttura, infatti, risulta essere simile all'*asset backed bond structure* per ciò che concerne la proprietà dei titoli, che rimangono in capo allo SPV, mentre risulta assimilabile alla struttura *pass-through* per ciò che concerne l'emissione dei pagamenti. Nel dettaglio, lo *Special Purpose Vehicle* emette i titoli da cedere sul mercato ai potenziali clienti, ma i crediti sottostanti rimangono nelle proprietà della società veicolo (che agisce come *trustee*), mentre gli investitori, ovvero i sottoscrittori di tali titoli, vanteranno un diritto di credito nei confronti dello SPV. Le remunerazioni saranno legate al pagamento di quelli che sono gli originari debitori.

1.4.4. Asset Backed Commercial Paper

La struttura è basata sul trasferimento delle attività a una società veicolo, *conduit*⁵⁸, la quale sovvenziona l'investimento attraverso l'emissione di una

⁵⁶ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 29.

⁵⁷ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 18.

⁵⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100parole/Economia/C/Conduit.shtml?uuiid=55a17ba2-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>.

“carta commerciale”: tale struttura è anche denominata ABCP. Generalmente, tale operazione è garantita da grandi intermediari finanziari, che creano inoltre tali *conduits* al fine di fornire a terzi un’opzione di finanziamento a prezzo ridotto. In tale tipologia di operazione i clienti assumono rischi, come ad esempio un eventuale mancato reperimento di *commercial paper* da parte della società veicolo; per fronteggiare tali problemi solitamente si può ricorrere al *credit enhancement*, tramite il quale un soggetto si propone come garante a supporto per la copertura di liquidità.

Nel caso specifico l’ABCP può essere suddivisa nelle strutture *single-seller* e *multi-seller*. Nel primo caso il *conduit* rilascia *commercial paper* in cambio di un portafoglio di crediti da parte di un unico venditore. Nel secondo caso lo SPV rilascia *asset* al fine di ottenere in cambio attività simili da differenti *originator*.

1.4.5. Revolving Structure

I *revolving* sono crediti a breve termine, che derivano principalmente dall’uso di carte di credito, e che consentono ai debitori di modificare la somma di denaro di cui hanno usufruito entro un *range* stabilito preliminarmente e di risarcire l’ammontare in maniera differente. Il processo di *secutization* per questa tipologia di crediti consente la cessione di titoli ABS, con ammontare e tempistiche prestabilite, in cambio di un portafoglio di *asset* con importi e durata variabile⁵⁹. Alcuni di questi crediti sono selezionati e ceduti sia ai sottoscrittori (*investor’s share*), sia alla società emittente (*seller’s share*) al fine di tutelare gli stessi investitori dalla variazione dei valori del portafoglio di crediti. I titoli ceduti agli investitori restano fissi per un ammontare uguale agli importi versati dai medesimi, invece il totale di pertinenza dell’*originator* aumenta o diminuisce in base agli indennizzi derivanti dai debitori iniziali.

La caratteristica di questi crediti è di avere una scadenza breve, tra i 5 e i 10 mesi, a differenza di altre tipologie con scadenza a medio-lungo termine che generalmente vengono cartolarizzati (come i mutui ipotecari) e risulta dunque più breve anche della durata degli ABS. Il processo prevede in questo caso la cessione di questi titoli a un *trust*, che si occuperà di trasferire i flussi monetari nel conto corrente dell’*originator* o dello SPV in corrispondenza dei versamenti percepiti. Il veicolo impiegherà tali flussi per remunerare gli investitori. Aspetto fondamentale è capire la scansione temporale del processo che si divide in fasi, in cui cambia l’impiego dei flussi di cassa generato. Nella prima fase i possessori dei titoli ricevono liquidità, in corrispondenza degli interessi

⁵⁹ S. De Angeli, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, cit.

maturati, mentre la restante parte di *cash flow* viene trasferita all'*originator* per finanziare la cessione di altri prestiti al *trust*. Nella seconda fase, coincidente con il periodo di ammortamento, gli interessi sui crediti saranno impiegati per il rimborso degli interessi sugli ABS e per i costi operativi. Infine, ci può essere una fase di *early amortization*, che costituisce una forma di rimborso agli investitori qualora si verificano problemi relativi al portafoglio di attività, ad esempio se vi è un deterioramento nella qualità e nelle performance degli *asset*. In questo caso, i flussi finanziari generati sono utilizzati per rimborsare i titoli.

1.5. I Soggetti

Come già trattato nei precedenti paragrafi, nello schema base, solo 3 soggetti sono presenti: l'*originator*, gli investitori e la società veicolo SPV. Tuttavia, il processo di cartolarizzazione coinvolge soggetti giuridici diversi; i quali possono essere identificati come nel seguente elenco⁶⁰:

- *Originator*;
- *Arranger*;
- *SPV*;
- *Società di rating*;
- *Servicer*;
- *Agenzia garante o credit enhancer*;
- *Il trustee*;
- *Investment bank o merchant bank*;
- *Gli investitori e gli altri soggetti*.

1.5.1. L'originator

Il soggetto titolare degli *assets* oggetto di *securitisation* è identificato nella figura dell'*originator*. Nella Legge 130/1999 non sono previsti requisiti che l'*originator* debba possedere: dunque, potenzialmente questo metodo di finanziamento può essere utilizzato da qualsiasi società, anche commerciale o industriale. Tuttavia, nella prassi la principale tipologia di *originator* è costituita dagli intermediari finanziari e dalle banche, poiché questa tecnica fornisce alcuni benefici in relazione ai limiti giuridici, fiscali e patrimoniali imposti dalle

⁶⁰G. Tuzza (2017), *La cartolarizzazione dei crediti*, “Cammino Diritto”, n. 11.
https://www.camminodiritto.it/public/pdfarticoli/2516_11-2017.pdf.

legislazioni dei vari paesi, oltre al vantaggio di poter trasformare in risorse finanziarie attivi non liquidi⁶¹.

Le tre ragioni principali per le quali una società effettua un'operazione di cartolarizzazione sono le seguenti⁶²:

- l'accelerazione degli incassi ai fini del reporting finanziario;
- l'opportunità di ridurre il costo di ottenimento di fondi;
- la diversificazione delle fonti di finanziamento.

Oltre a queste ragioni, a rendere appetibile l'operazione di cartolarizzazione rispetto ad altre forme di *funding* per gli intermediari finanziari c'è una questione legata alla metodologia di controllo dei vincoli patrimoniali imposti dalla vigilanza: la cartolarizzazione può avere, ad esempio, per oggetto attività ad alto rischio (come alcuni crediti non *performing*) e, attraverso questo strumento, l'originator può migliorare il proprio coefficiente di solvibilità⁶³, attraverso la loro cessione pro-soluto allo SPV.

La selezione delle poste di attivo da cedere alla società veicolo è l'attività principale che l'*originator* deve svolgere: la loro selezione è fondamentale per la realizzazione dell'operazione ed esse, inoltre, devono rispondere alle caratteristiche descritte nei paragrafi precedenti. In questa fase l'*originator* è generalmente supportato da *advisors* finanziari, solitamente intermediari finanziari (*investment banks*) specializzati nella progettazione di operazioni di cartolarizzazione. Nella Legge 130/1999 non è previsto nessun vincolo per la forma giuridica della cessione, che pertanto può avvenire sia pro soluto, sia pro solvendo⁶⁴. Occorre, però, ricordare, che per l'*originator* è più conveniente la formula pro-soluto, che consente, come vedremo nei successivi capitoli, di eliminare dal bilancio del cedente gli attivi e limitarne così il rischio di fallimento.

1.5.2. L'arranger

L'*arranger* è il soggetto che, nell'ambito dell'operazione di *securization*, si occupa di supportare e fornire consulenza all'*originator* nella designazione degli obiettivi da raggiungere e nelle varie fasi del processo. Generalmente si tratta di un ruolo ricoperto da una SIM o una banca. Questa figura propone ed illustra le soluzioni più adeguate per la selezione dei crediti, il loro colloca-

⁶¹ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

⁶² F.J. Fabozzi, P. Peterson Drake (2009), *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*, John Wiley & Sons, New York.

⁶³ S. De Angeli, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, cit.

⁶⁴ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

mento sul mercato, la loro valutazione e la loro pubblicizzazione. L'*arranger* si occupa inoltre della gestione e del monitoraggio sotto il profilo legale dei titoli, verificando la loro sostanza, l'eventualità e l'attendibilità di possibili contestazioni dei debitori ceduti, dell'accertamento in merito alla libera cessione dei crediti e delle assicurazioni e garanzie ad essi collegati, agli obblighi del cedente e cessionario e alle conseguenze fiscali ed economiche del trasferimento⁶⁵. L'*arranger* svolge indirettamente un ruolo di *credit enhancement*, effetto che deriva dalla selezione dei crediti, in modo tale che abbiano caratteristiche affini a quelle che sono le esigenze e le richieste del mercato in cui i titoli saranno collocati. Trattandosi normalmente di soggetti dotati di elevata reputazione nei mercati internazionali, costituiscono infatti una garanzia per l'ottima riuscita dell'operazione, suscitando una sensazione di fiducia da parte degli investitori.

1.5.3. SPV

Lo *Special Purpose Vehicle*, abbreviato con la dicitura SPV, è una società creata *ad hoc* per svolgere una serie di attività circoscritte o uno scopo specifico⁶⁶: nell'operazione di cartolarizzazione, assume il ruolo di cessionario del portafoglio di attivi, emette e colloca sul mercato i titoli (ABS) rappresentativi dei crediti ceduti, qualora non intervenga un altro soggetto appositamente⁶⁷. In questo paragrafo tratteremo solamente le principali caratteristiche e funzioni che una SPV svolge nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, in conformità alla legislazione italiana, demandando un'analisi approfondita in merito agli *Special Purpose Vehicle* ad un successivo capitolo.

La presenza di uno SPV permette in concreto di ottenere l'obiettivo fondamentale di separare gli attivi oggetto della cartolarizzazione dal bilancio dell'*originator*. Questo aspetto risulta anche una garanzia ulteriore per gli investitori, dal momento che il rischio dell'investimento in ABS dipende in questo modo soltanto dal rischio di credito relativo al *pool* di *assets* ceduto ed è invece scisso dal merito creditizio dell'*originator*.

Le funzioni principali dello SPV sono dunque⁶⁸:

⁶⁵ P. Bontempi, G. Scagliarini, *La securitization*, cit.

⁶⁶ G. Gorton, N.S. Souleles (2005), *Special purpose vehicles and securitization*, "NBER Working Paper Series".

⁶⁷ Sulla tematica che intercorre tra Banca ed SPV si veda, tra gli altri, L.A. Górnicka (2016), *Banks and shadow banks: Competitors or complements?*, "Journal of Financial Intermediation", Vol. 17, n. 1, pp. 118-131.

⁶⁸ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, cit.

- trasferire i rischi relativi alle attività cartolarizzate sugli investitori;
- sottrarre i *cash flows* prodotti dalle attività sottostanti dal generico rischio di impresa dell'*originator*;
- svolgere il ruolo di emittente degli ABS;
- essere il finanziatore diretto dell'*originator*.

La Legge 130/1999 istituisce un nuovo soggetto denominato “società per la cartolarizzazione dei crediti”, non utilizzando né il termine specifico di Special Purpose Vehicle, né quello generico di “veicolo”. Questo soggetto emette i titoli ed acquisisce i crediti dall'*originator*. Il legislatore ha stabilito che questa tipologia societaria abbia come scopo esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti: è pertanto preclusa la possibilità di svolgere altre attività finanziarie, in modo da tutelare gli investitori. Inoltre, la Legge prevede anche la possibilità che la società emittente dei titoli possa essere diversa dalla cessionaria, senza deviare dalla prescrizione che l'attività esclusiva sia quella di realizzare una o più operazioni di *securitization*.

Gli *assets* ceduti, a partire dalla data di avviso di cessione in Gazzetta Ufficiale, costituiscono un patrimonio separato rispetto a quello della società cessionaria, e, qualora lo SPV effettui più operazioni di cartolarizzazione, rispetto a quello di altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di soggetti diversi dai possessori di ABS⁶⁹. La società veicolo ha dunque una funzione di natura strumentale, simile a quella svolta da un fondo comune di investimento. Questo, pur rendendosi cessionario del portafoglio crediti, non ha, di fatto, la titolarità dei relativi diritti e, per effetto del predetto vincolo di destinazione, nei confronti dei titoli emessi non risponde direttamente col patrimonio personale⁷⁰.

L'art. 3 della Legge 130/1999, richiamando la disciplina contenuta per gli intermediari non bancari nel Titolo V del T.U.B., stabilisce che la società per la *securisation* dei crediti sia costituita indistintamente come una società di capitali, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata o società cooperativa. Il capitale può essere quello minimo previsto dalla legge per il tipo di società prescelto, indipendentemente dal valore dei titoli emessi. È possibile anche la strutturazione del veicolo come *trust*.

Infine, anche in assenza dei requisiti dimensionali, il veicolo deve essere iscritto nell'elenco tenuto dalla Banca d'Italia (*ex art.* 106 T.U.B.). Lo SPV è pertanto soggetto a vigilanza da parte della Banca d'Italia, nonché all'applicazione degli strumenti di vigilanza.

⁶⁹ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, cit.

⁷⁰ V. Carnovale, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

È importante sottolineare come il legislatore oltretutto non imponga l'indipendenza giuridica del veicolo dal cedente: l'*originator*, dopo averlo segnalato nel prospetto informativo, può detenere quote rappresentative del capitale dello SPV.

1.5.4. Società di rating

L'agenzia di *rating* ha il compito di valutare in modo imparziale la qualità creditizia delle ABS e di assegnare un *rating* ai titoli emessi a fronte dell'operazione di cartolarizzazione⁷¹.

Il *rating*⁷² è una stima, un'opinione, espressa da un soggetto esterno ed indipendente⁷³ alla società emittente, in merito alla capacità di far fronte puntualmente al pagamento del capitale e degli interessi relativi all'emissione di titoli di credito. Il giudizio è indispensabile per gli investitori, in quanto mette in evidenza in maniera sintetica ed immediata la rischiosità dell'operazione.

In un'operazione di cartolarizzazione, il giudizio dell'agenzia di *rating* si fonda su quattro elementi⁷⁴:

- il rischio creditizio attinente al *pool* di crediti cartolarizzati;
- il rischio derivante dal mancato assolvimento dei compiti e degli impegni assunti dai soggetti partecipanti all'operazione (per esempio l'impossibilità sopravvenuta del *Servicer* a svolgere il proprio ruolo, ecc.);
- il rischio derivante dalla costruzione della struttura dell'operazione e, conseguentemente, che elementi di natura tecnica (assenza di liquidità, disallineamento dei flussi di cassa, confusione degli attivi, ecc.) impediscano parzialmente o totalmente, i pagamenti dei flussi di cassa al servizio dei titoli emessi;
- il rischio giuridico legato alla mancata osservazione di specifiche condizioni legali (es. mancata efficacia delle cessioni delle garanzie, ecc.).

⁷¹ Si veda la tematica affrontata in proposito di come dopo la crisi dei "subprime" uno dei capri espiatori individuato da accademici e organi di vigilanza siano state le società di *rating* P. De Vincentis, P. Pia (2015), *Aftermath of the Subprime Crisis: Reputational Damages Suffered by Major and Minor Rating Agencies*, "International Review of Business Research Papers", Vol. 11, n. 2, pp 77-89.

⁷² Le caratteristiche del *rating* sono quelle di essere un indicatore sintetico (espresso con un linguaggio molto semplice), relativo e confrontabile (*split rating*).

⁷³ Tale condizione di indipendenza è difesa sia dalla società di *rating* sia dalle società emittenti in quanto risulterebbe controproducente per entrambe un'eventuale influenza o controllo: la società di *rating* perderebbe credibilità agli occhi degli investitori; la società emittente avrebbe un danno di immagine.

⁷⁴ V. Carnovale, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

Le principali società di *rating* riconosciute a livello internazionale sono Moody's, Fitch e Standard & Poor's.

I metodi adottati dalle varie agenzie per la valutazione di titoli ABS, presentano differenze sostanziali: Moody's come base, ad esempio, utilizza come base per le sue stime le perdite attese (*expected loss*, EL), Standard & Poor's e Fitch si basano invece sulla probabilità di insolvenza (*probability of default*, PD). Attraverso specifici modelli di rischio, combinati con i dati della struttura dell'operazione e delle diverse tranche, viene effettuata la valutazione per attribuire un *rating* a ciascuna tranche. I principali parametri per determinare la distribuzione delle perdite e, dunque, assegnare un *rating* sono tre: I tassi di recupero, le correlazioni (temporali) tra gli obbligati e la probabilità di insolvenza dei singoli obbligati del *pool*. Le caratteristiche del *pool* sottostante (ad esempio numero e omogeneità delle attività), le classi di obbligati e le performance storiche influenzano l'approccio per modellizzare le EL, in funzione dei parametri precedenti⁷⁵.

La Legge 130/1999 ha stabilito, qualora i titoli siano offerti a investitori non professionali, l'intervento delle agenzie di rating per la valutazione del merito creditizi e ha incaricato la Consob del compito di prevedere i requisiti di professionalità e i criteri per assicurarne l'indipendenza, oltre agli obblighi informativi sui rapporti esistenti tra le società di rating e gli altri soggetti partecipanti all'operazione⁷⁶. In tale ambito, la Consob ha deliberato sotto il profilo della professionalità, requisiti di forma societaria, di competenza delle persone che concorrono alla valutazione del merito creditizio e di adeguatezza organizzativa e operativa: tali requisiti si considerano transitoriamente esistenti per gli operatori che, alla data di entrata in vigore della delibera, già operavano da almeno tre anni sui mercati europei. Sotto il profilo dell'indipendenza, ha invece stabilito che l'agenzia di *rating* non possa essere un soggetto appartenente ai gruppi di uno degli operatori che a vario titolo partecipano alla procedura: non deve quindi sussistere il requisito del controllo o di collegamento come definito dalla normativa vigente⁷⁷.

1.5.5. Servicer

Ai fini della realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione, il ruolo svolto dal *servicer* è fondamentale. Generalmente è una figura ricoperta da

⁷⁵ F. Ingo, M. Janet (2005), *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego del rating*, "Rassegna Trimestrale BRI".

⁷⁶ Legge 130/1999, art. 2.

⁷⁷ Delibera Consob del 2 novembre 1999.

una società di servizi nominata dallo SPV e la sua attività è contraddistinta da diversi compiti o adempimenti ⁷⁸:

- la tenuta di separate evidenze contabili dei crediti oggetto di *securitisation*;
- la gestione delle garanzie e delle comunicazioni con i debitori ceduti, la cura della normativa antiriciclaggio, i rapporti con le autorità, ecc.;
- l'amministrazione in senso generale dei crediti;
- l'esecuzione dell'accredito alla SPV ed il corrispondente addebito sui conti del debitore.

Il compito principale del *servicer* è sostanzialmente la gestione del *pool* di crediti, che si configura come il monitoraggio delle diverse incombenze e scadenze, l'incasso dei pagamenti dei debitori ceduti e la gestione delle problematiche inerenti, il controllo dello stato delle garanzie prestate, l'eventuale avvio di azioni legali verso i debitori insolventi, la remunerazione dei sottoscrittori dei titoli ABS e la generale verifica che le operazioni siano conformi alla Legge ⁷⁹.

Al fine di permettere agli investitori di verificare quale sia l'effettivo andamento del sottostante, e di assumere le eventuali scelte di investimento, il *servicer* è tenuto alla redazione di report periodici (*Investor Report* e *Cash Report*). Inoltre, questi report, accompagnati ad informazioni più dettagliate inerenti le caratteristiche delle garanzie, sono trasmessi alle agenzie di *rating* ⁸⁰. In contropartita alla gestione del portafoglio di crediti, conferita attraverso il contratto di *servicing*, sono riconosciute delle commissioni al *servicer*, le *servicing fees*.

L'art. 2 della Legge 130/1999 stabilisce che il ruolo di *servicer* possa essere svolto esclusivamente da banche o intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale *ex art. 107 T.U.B.* La norma impone inoltre che il *servicer* verifichi la conformità alla legge ed al prospetto informativo delle operazioni. Nella prassi è molto frequente che l'attività di *servicing* sia svolta direttamente dall'*originator* nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti bancari. In questo modo, infatti, è possibile ottenere più di un vantaggio per l'*originator* ⁸¹:

⁷⁸ R. Parisotto (2017), *Cartolarizzazioni: esenti da IVA i servizi di servicing*, SFEF (Egea), Milano.

⁷⁹ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

⁸⁰ F.P. Attanasio, I. Fragliasso, F. Giasi, F. Manfredonia (2016), *ABS come possibile strumento di investimento per ottimizzare il profilo di rischio-rendimento del Balance-Sheet*, "IPE Working Paper".

⁸¹ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

- percepisce una commissione (*servicing fee*) per il servizio svolto, che permette di conseguire un risparmio in termini di costi generali dell'operazione;
- mantiene direttamente i rapporti commerciali con i clienti ceduti, evitando le possibili perdite di immagine.

Nel caso in cui l'*originator* non sia una banca o un intermediario finanziario, la necessità di affidare l'attività di *servicing* a una società specializzata provoca un incremento dei costi dell'operazione.

A seconda della qualità degli attivi ceduti l'attività del *servicer* può risultare anche più importante. Molte operazioni di *securitisation* possono prevedere anche la presenza di un *back-up servicer*: figura che ha il compito di sostituire il *servicer* al verificarsi di un determinato evento. Generalmente, la sostituzione avviene quando si verifica un *downgrade* del soggetto preposto all'attività di *servicing*, tale da non assicurare la continuità dei compiti svolti⁸².

1.5.6. Agenzia garante o credit enhancer

Il *credit enhancement* è una tutela che si configura nella forma di supporto finanziario al fine di coprire le perdite causate da un deterioramento degli *assets* cartolarizzati⁸³: questa garanzia impedisce soprattutto alle banche di utilizzare pacchetti di mutui o prestiti ad alto rischio per emettere *securities* di livello elevato. Il *credit enhancer* è dunque il soggetto che, nell'ambito di un'operazione di *securitization*, svolge la funzione di mitigare il livello di rischio dell'operazione, collegato ai titoli emessi e alle attività sottostanti, e di migliorare conseguentemente la valutazione di *rating* attribuita. La presenza di questa figura ha lo scopo di incentivare il pubblico a sottoscrivere i titoli emessi dallo SPV anche in quei casi in cui gli stessi potrebbero risultare poco appetibili: in tali circostanze gli investitori non possono infatti fare affidamento sul patrimonio dello SPV e resterebbero esposti ai rischi impliciti.

Le diverse forme di *credit enhancement* sono idealmente riconducibili a due categorie:

- l'*internal credit enhancement*, il quale prevede che le garanzie siano prestate direttamente dall'*originator*;
- l'*external credit enhancement*, che coinvolge invece soggetti terzi⁸⁴.

⁸² F.P. Attanasio, I. Fragliasso, F. Giasi, F. Manfredonia, *ABS come possibile strumento di investimento*, cit.

⁸³ B.H. Mandel, D. Morgan, C. Wei (2012), *The Role of Bank Credit Enhancements in Securitization*, "Economic Policy Review", Federal Reserve Bank of New York.

⁸⁴ F.J. Fabozzi, P. Peterson Drake, *Finance*, cit.

È frequente che le operazioni di cartolarizzazione prevedano più di una forma di *credit enhancement*. Le agenzie di *rating* emettono il loro giudizio sull'operazione, valutando la qualità e l'ammontare delle garanzie, e, per ciascuna fascia di *rating*, fissano determinati livelli di protezione dell'investitore. Queste tecniche, tuttavia, comportano dei costi per l'*originator* e l'emittente si trova dunque nella posizione di dover valutare il *trade off* tra il costo del *credit enhancement* e la riduzione del tasso di interesse relativo agli ABS (dal momento che questo è legato al *rating* che le agenzie assegnano ai titoli), che a sua volta si traduce in un costo per l'*originator*.

Tra le forme di *internal credit enhancement* le principali sono:

- il *credit tranching*, in base al quale l'emissione prevede differenti classi di titoli, che presentano tipicamente una struttura scalare definita *senior-subordinate structure*, in cui sono presenti diversi gradi di subordinazione a fronte della medesima operazione: *senior*, *mezzanine* e *junior* (o *equity*). La differenza fondamentale tra le diverse classi non risiede nella qualità degli attivi deputati al pagamento delle cedole (*seniority*), che sono gli stessi per tutte le tranche, ma nel grado di prelazione sulla distribuzione del *cash flow* generato dal portafoglio sottostante. La struttura può prevedere anche solo due classi, una privilegiata e l'altra subordinata: a ogni categoria di titoli, tuttavia, viene assegnato un *rating* diverso, con un relativo rendimento. Questa tipologia può prevedere pagamento avvenga in modo sequenziale, ovvero con prioritario pagamento di interessi e capitale dei titoli privilegiati e in via subordinata delle altre *tranches*, oppure pro quota, con pagamenti effettuati, in ordine di prelazione, alle diverse classi indipendentemente dal completo rimborso delle *tranches* privilegiate. Generalmente, l'ultima *tranche* dell'emissione è sottoscritta dall'*originator* stesso⁸⁵;
- l'*overcollateralization*, che consiste nel collegamento dei titoli emessi ad un *pool* di *assets* di valore decisamente più elevato e, quindi, nella detenzione, da parte dello SPV, di un portafoglio di attività maggiore rispetto ai fondi che riceve dagli investitori a fronte dell'emissione di ABS: in sostanza l'*originator* non ottiene il pagamento dell'intero portafoglio ceduto allo SPV, ma una parte degli attivi costituiscono appunto una garanzia dell'emissione⁸⁶. In questo modo i flussi destinati al rimborso dei titoli e alla loro remunerazione sono garantiti anche in caso di insolvenza da parte di alcuni dei crediti in portafoglio. Le eventuali risorse che rimangono al termi-

⁸⁵ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, cit.

⁸⁶ S. De Angeli, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, cit.

ne dell'operazione, se l'*overcollateralization* non è stata completamente utilizzata, vengono solitamente restituite all'*originator*;

- *reserves funds*, che consiste in riserve che vengono accantonate dall'*originator*, utilizzando parte dei proventi provenienti dall'emissione⁸⁷; nel caso degli *excess spread accounts* il fondo di garanzia viene finanziato dalla differenza tra il tasso originario relativo al *pool* di crediti ceduto e il rendimento corrisposto agli investitori, al netto dei costi operativi⁸⁸. Il differenziale è normalmente superiore alla percentuale storica degli insoluti che riguardano il portafoglio ceduto. Le riserve vengono dunque impiegate per riparare alle eventuali perdite o anche semplici ritardi e al termine dell'operazione la parte non utilizzata potrà essere trasferita all'*originator*.

Per ciò che concerne le tecniche di *external credit enhancement* in sostegno all'emissione di ABS, si tratta di forme in cui intervengono terze parti, solitamente compagnie assicurative, banche o agenzie governative. Le tradizionali tecniche di garanzie esterne sono:

- le lettere di credito, che sono una garanzia bancaria a copertura dei crediti presenti nel portafoglio di *assets* iniziale per proteggere gli investitori dal rischio di insolvenza. Oltre al vantaggio della tutela degli investitori, l'utilizzo di questo strumento consente di aumentare considerevolmente la fiducia degli investitori, tanto più quanto maggiore è la reputazione di cui gode il *credit enhancer*;
- la *monoline insurance*, che è una garanzia offerta da società di assicurazione o enti specializzati che si assumono il rischio in transazioni di ABS verso il pagamento di un premio, che di solito è costituito da una commissione rapportata al valore dell'operazione e liquidata in modo anticipato o a scadenze prestabilite.

Nonostante l'importanza del ruolo svolto nell'operazione, la Legge 130/1999 non fa alcun richiamo al ruolo svolto dal garante e afferma soltanto che nel programma dall'operazione devono essere indicate eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione⁸⁹.

La valutazione delle agenzie di *rating* deve essere comprensiva anche del merito creditizio relativo al garante esterno: infatti, le garanzie di soggetti esterni influiscono sulla struttura giuridico-economica dell'intera operazione

⁸⁷ F.J. Fabozzi, P. Peterson Drake, *Finance*, cit.

⁸⁸ S. Lumpkin (1999), *Trends and Developments in Securitisation*, "Financial Market Trends", OECD.

⁸⁹ Legge 30 aprile 1999, n. 130, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, art. 3 – *Società per la cartolarizzazione dei crediti*.

e, quindi, anche il giudizio attribuito al *credit enhancer* si riflette anche sui titoli che ne costituiscono specifico oggetto.

1.5.7. *Il trustee*

Nei paesi di matrice *common law* il *trustee* è il soggetto al quale viene assegnato da uno o più individui un complesso di rapporti giuridici, volti a raggiungere un obiettivo prefissato. In linea generale, nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, esso si pone come intermediario tra la società veicolo ed i sottoscrittori di ABS. Sotto un profilo economico finanziario, è un istituto che si adotta quando si rende necessaria una gestione unitaria di una moltitudine di interessi in uno specifico contesto giuridico normativo.

La Legge 130/1999 prevede all'art. 4 che i possessori dei titoli hanno il diritto di rivalersi sul portafoglio dei crediti per assolvere alle proprie ragioni di credito. Il compito del *trustee* è quello di rappresentare in modo unitario i diritti dei sottoscrittori, di vigilare su qualsiasi evento che possa ledere i loro interessi e di fornire costantemente informazioni agli stessi. Il *trustee* possiede funzioni di controllo, facoltà di direttiva, decisione e azione. Questo soggetto è l'unico a poter adempiere ad azioni legali sui diritti di sfruttamento degli attivi, detenendo un mandato fiduciario derivante direttamente dall'emittente⁹⁰. Il *trustee* può inoltre avviare azioni legali, nel caso in cui i soggetti partecipanti trasgrediscano le clausole del contratto e nel caso in cui il *servicer* sia inadempiente il *trustee* lo sostituisce⁹¹.

1.5.8. *La merchant bank o investment bank*

La *merchant bank* o *investment bank* è un istituto di credito che sottoscrive l'ammontare delle emissioni e si occupa di collocare tali titoli sul mercato. Essa è dunque la figura responsabile del collocamento dei titoli presso gli investitori. La *merchant bank* può svolgere il proprio ruolo attraverso due modalità. La prima prevede che essa sottoscriva i titoli originati dall'operazione di cartolarizzazione e li collochi successivamente sul mercato tramite offerta pubblica. La seconda modalità prevede che la *merchant bank* agisca semplicemente da agente, per conto dell'emittente, tra questi e gli investitori, senza dunque acquisire i titoli in prima persona.

⁹⁰ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

⁹¹ V. Carnovale, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

1.5.9. *Gli investitori e le loro tutele e gli altri soggetti*

Gli investitori sono i soggetti che, avendo un *surplus* di liquidità da impiegare, devono decidere se sottoscrivere i titoli emessi nell'ambito dell'operazione. Questi effettueranno la loro scelta basandosi sul rendimento e sui rischi connessi agli stessi.

I principali investitori di titoli cartolarizzati sono investitori istituzionali, fondi pensione, fondi comuni d'investimento, assicurazioni e banche. Tuttavia, nulla impedisce che la medesima operazione, oltre a questi, possa anche essere rivolta al pubblico.

L'investimento in ABS può offrire diversi vantaggi: sono titoli che offrono, a parità di *rating*, rendimenti più alti rispetto ad altri strumenti finanziari (come i titoli di Stato), favorendone, quindi, il collocamento sul mercato. La possibilità di diversificare il portafoglio rappresenta un altro significativo vantaggio, non solo in termini di strumenti finanziari detenuti, ma anche relativamente alle aree geografiche e ai settori di attività coperti. Infine, è possibile strutturare l'emissione avvicinandosi alle esigenze degli investitori sfruttandone la flessibilità operativa: ne è un esempio la cosiddetta *sequential pay structure*, ovvero la suddivisione dell'operazione in più tranche con profili temporali differenti⁹².

D'altra parte, è possibile individuare anche alcuni svantaggi, tra i quali la difficoltà nel valutare in maniera approfondita la struttura dell'operazione, parzialmente mitigata dall'espressione del giudizio di *rating*, la scarsa liquidità del mercato secondario, che rende difficile lo smobilizzo dei titoli, e la dipendenza da alcuni rischi caratterizzanti questo tipo di prodotto finanziario e non riscontrabili in altre tipologie di obbligazioni⁹³.

Al fine di tutelare gli interessi dei portatori di titoli, nella documentazione contrattuale delle obbligazioni emesse vengono normalmente previsti dei *covenants*. I *covenants* sono specifiche clausole contrattuali che integrano e modificano quelle disciplinate dal contratto, al fine di monitorare la rischiosità del pool di attivi sottostanti l'operazione, soprattutto nelle operazioni con natura *revolving*.

Nonostante la legge sulla cartolarizzazione dei crediti non preveda la nomina di un rappresentante dei portatori dei titoli, è prassi comune l'individuazione di una figura che viene identificata come il Representative of Noteholders (RON).

L'SPV senza il consenso del RON non può svolgere quelle attività identificate nelle clausole restrittive.

L'SPV, a titolo informativo, senza il consenso del RON non può:

⁹² S. De Angeli, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, cit.

⁹³ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, cit.

- impegnare, vendere, concedere a prestito o diversamente disporre del patrimonio separato connesso all’operazione di cartolarizzazione;
- porre in essere attività non connesse all’operazione di cartolarizzazione (“*which is not incidental to or necessary in connection with the securitisation*”);
- detenere partecipazioni in società controllate *ex art. 2359 c.c.*;
- porre in essere qualsiasi attività che possa pregiudicare gli interessi dei *noteholders*;
- pagare dividendi o effettuare pagamenti non previsti espressamente dalla documentazione contrattuale;
- ottenere finanziamenti ed assumere impegni ulteriori rispetto a quelli derivanti dalla documentazione contrattuale ovvero rilasciare qualsivoglia garanzia a beneficio di terzi;
- concludere operazioni di fusione con altri soggetti ovvero trasferire i propri beni a terzi;
- permettere qualsiasi modifica o deroga ai documenti dell’operazione di cui è parte o rinunciare ad alcuno dei diritti di cui è titolare (c.d. *waiver*), che possano causare pregiudizio agli interessi dei *noteholders*;
- aprire o avere interessi in alcun conto corrente diverso da quelli previsti dalla documentazione relativa all’operazione;
- modificare il proprio atto costitutivo e il proprio statuto, salvo nei casi in cui ciò sia richiesto dalla legge o dall’autorità di vigilanza competente;
- concludere ulteriori operazioni di cartolarizzazione.

Al fine di decidere se rilasciare o meno tale consenso, il RON dovrà valutare se si tratta di attività pregiudizievoli, o meno, per gli investitori stessi.

Si possono quindi riassumere i *covenants* normalmente più richiesti dagli investitori:

- “*Negative Pledge*”: clausole di salvaguardia, che consistono nell’impegno dell’emittente alla non concessione a terzi di garanzie reali sui propri beni materiali e immateriali, sui propri crediti e sulle proprie partecipazioni per tutta la durata del prestito.
- *Use of Proceedes*: questo *covenant* prevede che l’ammontare ricavato dall’emissione sia destinato alle finalità prestabilite dall’impresa emittente.
- *Change of Control*: l’investitore potrà chiedere il rimborso anticipato del prestito in caso di cambio nella proprietà dell’emittente.
- *Limitation of dividend*: stabilisce un limite alla possibilità di distribuzione dei dividendi.
- *Limitation of indebtedness*: mirano a mantenere i rapporti tra debiti ed EBITDA entro determinati limiti da monitorare periodicamente.

2.

Aspetti contabili nel bilancio dell'*originator* nelle operazioni di *securitization*

2.1. L'operazione di *securitization* nel bilancio dell'*originator*

La *securitization* per il cedente può contribuire a una gestione più flessibile ed efficiente degli impieghi. L'operazione, infatti, genera un duplice effetto patrimoniale in capo all'*originator*, in quanto consente di ottenere liquidità a fronte della cessione di un portafoglio di attività.

In una gestione aziendale formata da un'unità economica nello spazio e nel tempo le esigenze amministrative impongono una suddivisione della gestione in periodi, normalmente, di dodici mesi¹. Il bilancio d'esercizio è il documento di rilevanza esterna² che gli amministratori periodicamente devono redigere. Dall'informazione contabile annuale dell'impresa si può, oltre alla interpretazione dei dati contenuti, operare l'analisi di bilancio³ ottenendo una serie

¹ Si veda, tra gli altri, sul tema: G. Ferrero (1987), *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano, p. 82 ss.; N. Castellano (2008), *L'uso dell'analisi di bilancio*, in A. Danovi, A. Quagli (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano, p. 85.

² V. Antonelli, G. Liberatore (2012), *Il bilancio d'esercizio. Teoria e casi*, Franco Angeli, Milano; P. Capaldo (1998), *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, p. 221. G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, p. 170 ss., G. Giovando, *L'impresa di gestione aeroportuale*, Giappichelli, Torino, p. 159 ss.; R. Tiscini (2014), *Economia delle crisi d'impresa: profili di governance e informativa aziendale*, in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano.

³ L'analisi di bilancio è stata oggetto di una ricca letteratura. Seppur in modo non esaustivo, si fa rimando alle opere seguenti. G. Brunetti, V. Coda, M. Bergamin Barbato (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari: strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano; A. Consorti (2001), *La dimensione economico-reddituale e la dinamica finanziaria dell'azienda: schemi di analisi per indici e per flussi*, Giappichelli, Torino; A. Cortesi (1996), *L'interpretazione del bilancio di esercizio: guida all'analisi dei risultati d'impresa*, Egea, Milano; V. Dell'Atti, R. D'Alessio (2007), *Le analisi di bilancio e i settori produttivi*, in V. Antonelli, V. Dell'Atti,

di informazioni riguardanti la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica⁴. Il bilancio, quindi, costituisce, un supporto agli *stakeholder*⁵ nel valutare lo stato di salute dell'azienda⁶ nonché il grado di raggiungimento della strategia aziendale⁷.

Analisi di bilancio e Basilea 2. Indici, rating di settore, valutazioni, Ipsoa, Milano, pp. 575-660; A. Devalle (2010), *Misurazione delle performance nel bilancio IFRS: comprehensive income, dibattito internazionale e value relevance*. Pearson Prentice Hall, Milano; E. Giacosa (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano, p. 102 ss.; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2018), *I modelli di previsione di insolvenza aziendale*, Giappichelli, Torino; R. Palumbo, G. Paolone, L. D'Amico (2001), *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari; C. Teodori (2017), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino; G. Sannino (2008), *Framework*, in AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino; U. Sostero, P. Ferrarese (2000), *Analisi di bilancio: strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, p. 8 ss.

⁴ Si veda, tra gli altri, sul tema: F. Giunta, M. Pisani (2016), *L'analisi di bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, p. 46 ss.; M. Fazzini (2017), *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, Ipsoa, Milano, p. 51 ss.; P. Mella, M. Navarone (2012), *Analisi di bilancio: indici e flussi*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, p. 57 ss.; A. Paolini (1998), *Le condizioni di equilibrio aziendale*, in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 23 ss.; P. Pisoni, A. Devalle (2013), *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano, p. 191 ss.; M.A. Rea (2016), *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, p. 42 ss.; U. Sostero (2018), *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano.

⁵ E. Laghi (1995), *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 9; A. Lai (1997), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, Franco Angeli, Milano, p. 16 ss.; A. Provasoli (2007), *Prefazione*, in A. Provasoli, A. Viganò, *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano, p. 13; S. Terzani (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, p. 9 ss.; P.P. Biancone (2010), *Financial accounting IAS/IFRS*, Celid, Torino; D. Coluccia (2006), *Il bilancio delle società: lineamenti storici e modelli di redazione*, Giappichelli, Torino; G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti (2013), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino; S. Solimene (2011), *Il coordinamento nei sistemi aziendali complessi: finalità e strumenti*, Rirea, Roma.

⁶ M.S. Avi (1995), *Gli aspetti contabili delle imprese alberghiere*, Giappichelli, Torino, p. 3; P. Bastia (1995), *Il bilancio d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 7; E. Cinque (2000), *I gruppi economici: profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, Cedam, Padova; V. Dell'Atti (2003), *L'evoluzione della comunicazione d'azienda alla luce della stakeholder's theory: dal bilancio d'esercizio al bilancio sociale*, Cacucci, Bari; A. Nobolo, E. Guarini, M.C. Giorgino (2016), *La gestione delle aziende di produzione*, in A. Nobolo (a cura di), *Economia aziendale*, Pearson, Milano.

⁷ L. Brusa (2012), *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano; M. Molteni (2000), *Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio*, in M. Molteni (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano, p. 31; C. Teodori (2002), *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, in D.M. Salvioni (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, p. 248.

Nel caso specifico di operazioni di cartolarizzazione di crediti e del loro trasferimento con la formula *pro soluto*, permette la cessione del rischio di credito di attività non liquide, con conseguente cancellazione del *pool* di crediti dal bilancio del cedente. In questo modo il cedente può realizzare uno *stock* di attività, ottenendo liquidità da impiegare in nuovi investimenti o da mettere al servizio delle fonti di finanziamento, riducendo l'indebitamento.

Sul tema del bilancio e delle sue informazioni le banche e gli altri intermediari finanziari⁸ sono particolarmente interessati all'operazione in quanto essa facilita lo smobilizzo di crediti in sofferenza o non *performing* (incagliati), offrendo la possibilità di raggiungere i *ratio* previsti dalla normativa di vigilanza⁹ ed evitando situazioni difficilmente gestibili per la tenuta del sistema bancario¹⁰. La tematica sul ruolo della banca nell'operazione di cartolarizzazione il suo rischio¹¹ e la sua relazione nella gestione della garanzia delle obbliga-

⁸ In tema di bilancio bancario si veda, tra gli altri, G. Ossola (2000), *I bilanci degli enti finanziari*, Giappichelli, Torino; G. Ossola (2005), *Gli schemi del bilancio d'esercizio degli enti creditizi*, Giuffrè, Milano; R. Ruozi (2006), *Economia e gestione della banca*, Egea, Milano; F. Tutino, G. Birindelli, P. Ferretti (a cura di) (2011), *Basilea 3. Gli impatti sulle banche*, Egea, Milano.

⁹ Si veda in merito, tra gli altri, C. Barbagallo (2017), *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia; A. Allini, L. Ferri, M. Maffei, A. Zampella (2020), *Determinants of financial instruments risk disclosure: An empirical analysis in the banking sector*, "Corporate Ownership and Control", n. 17, pp. 20-31; F. Battaglia, M. Mazzucca (2012), *La relazione tra attività di cartolarizzazione e liquidità nelle banche italiane. Alcune evidenze empiriche dalla recente crisi finanziaria*, Il Mulino, Bologna; U. Bocchino, G. Ossola, G. Giovando, F. Venuti (2014), *Il bilancio delle banche*, Giuffrè, Milano, p. 333 ss.; G. Giovando, C. Crovini (2017), *Corporate governance and international control deficiencies in financial institutions: direct causes of sanctions by the supervisory authority*, "Corporate Ownership & Control", Vol. 15, n. 1, pp. 277-287; G. Riccio (2002), *La valutazione della performance nelle banche*, Giappichelli, Torino, p. 12 ss.

¹⁰ A. Mazzocchetti, E. Lauretta, M. Raberto (2020), *Systematic financial risk indicators and securitised assets: an agent-based framework*, "Journal of Economic Interaction and Coordination", pp. 9-47.

¹¹ Tra gli studi internazionali sul tema si veda in merito, tra gli altri, B. Casu, A. Clare, A. Sarkisyan, S.H. Thomas (2012), *Does securitization reduce credit risk taking? Empirical evidence from US bank holding companies*, "The European Journal of Finance", n. 31, pp. 769-788; B. Casu, A. Clare, A. Sarkisyan, S.H. Thomas (2013), *Securitization and bank performance*, "Journal of Money Credit Banking", n. 45, pp. 1617-1658. E. Loutskina (2011), *The role of securitization in bank liquidity and funding management*, "Journal of Financial Economics", n. 100, pp. 663-684. R. Nijskens, W. Wagner (2011), *Credit risk transfer activities and systemic risk: how banks became less risky individually but posed greater risks to the financial system at the same time*, "Journal of Banking and Finance", n. 35, pp. 1391-1398.

zioni è stata negli anni oggetto di molti studi¹². Non tutte le operazioni di *securitization*, però, consentono la cancellazione dei crediti dallo stato patrimoniale del cedente. Tale fattispecie sarà analizzata nei prossimi paragrafi.

Nell'operazione, l'*originator*, percepisce la possibile differenza positiva tra gli interessi originati dai debitori originari e gli interessi pagati ai possessori di ABS, al netto delle perdite sui crediti ceduti e dei costi operativi. Nei casi in cui l'*originator* svolge anche altre funzioni all'interno dell'operazione, come ad esempio quella del *servicer*, incasserà anche le relative commissioni e sosterrà le spese collegate all'attività¹³. Infine, l'operazione genera conseguenze anche sul rendiconto finanziario: infatti, mediante la cessione dei crediti la società incasserà risorse finanziarie liquide con inevitabile produzione di effetti sul *cash flow statement* dell'*originator*. Nel periodo di ammortamento dei titoli, al fine di remunerare gli investitori di ABS, l'*originator* incamera flussi monetari provenienti dal pagamento dei debitori ceduti, provvedendo al trasferimento della liquidità allo SPV. Le movimentazioni nelle voci del rendiconto finanziario di ciascuna di queste fasi sono facilmente identificabili: nella fase iniziale, essendo la liquidità generata (crediti verso banche, enti finanziari, clientela) dalle attività finanziarie, il *cash flow* è attribuibile all'attività operativa¹⁴. Diversamente, i flussi finanziari sono sempre imputabili all'attività finanziaria durante l'ammortamento dei titoli: la generazione di liquidità deriva

¹² Tra gli studi internazionali sul tema si veda in merito, tra gli altri, A. Arif (2020), *Effects of securitization and covered bonds on bank stability*, "International Business Finance", Vol. 53, n. 1, pp. 11-29; M. Bakoush, R. Abouarab, S. Wolfe (2019), *Disentangling the impact of securitization on bank profitability*, "International Business and Finance", n. 47, pp. 519-537; O. Abdelsalam, M. Elnahass, H. Ahmed, J. Williams (2020), *Asset securitization and bank stability: Evidence from different banking system*, "Global Finance Journal", article in press; K. Ivanov, J. Jiang (2020), *Does securitization escalate banks' sensitivity to systemic risk?*, "The Journal of Risk Finance", Vol. 21, n. 1, pp. 35-49; B.N. Ashraf, C. Zheng, S. Arshad (2016), *Effects of national culture on bank risk-taking behaviour*, "International Business and Finance", Vol. 37, n. 2, pp. 309-326; T.K. Chen, H.H. Liao, J.S. Ye (2019), *Bank management expertise and asset securitization policies*, "Journal of Banking & Finance", n. 109; A.G. Anderson (2019), *Ambiguity in securitization markets*, "Journal Bank and Finance", Vol. 102, n. 3, pp. 231-255. D. Bostandzic, G.N. Weib (2018), *Why do some banks contribute more to global systemic risk*, "Journal of Financial Intermediation", Vol. 35, n. 1, pp. 17-40. Z. Chen, F.H. Liu, K. Opong, M. Zhou (2017), *Short-term safety or long-term failure? Empirical evidence of the impact of securitization on bank risk*, "Journal of International Money and Finance", n. 72, pp. 48-74.

¹³ C. Giannotti (2004), *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano, p. 30.

¹⁴ D. Busso (2020), *IAS 7. Il Rendiconto finanziario*, in F. Dezzani, P.P. Biancone, D. Busso (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, p. 209 ss.

principalmente dagli interessi attivi (dai debitori ceduti) e dalle commissioni incassate (attività di *servicing* svolta dall'*originator*), mentre l'assorbimento di liquidità avviene dalla generazione di interessi passivi e commissioni pagate. La differenza che persiste tra gli interessi attivi e passivi non riguarda solamente la quantità, ma anche la temporalità: ciò si riflette generalmente in un aumento delle liquidità dell'*originator* determinato dallo scostamento temporale tra incassi ed esborsi correlati all'operazione.

In nota integrativa devono essere riportate le informazioni richieste dalla normativa riguardante le operazioni di *securitization*. L'informativa di bilancio, per quanto riguarda le banche e gli altri intermediari¹⁵, deve essere fornita nella Sezione 2 – *Operazioni di cartolarizzazione e di cessione delle attività*¹⁶. All'interno della sotto-sezione "C.1 Operazioni di cartolarizzazione" devono essere riportate tutte le operazioni riguardanti i titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, con la sola eccezione di quelli che non sono stati ceduti, ma sono stati sottoscritti interamente dall'intermediario-*originator*. Le informazioni che la società è tenuta a fornire sono di natura sia quantitativa che qualitativa. Per quanto concerne le informazioni di natura qualitativa, la sezione ad esse dedicata deve riportare:

- le strategie, i processi e gli obiettivi sottostanti all'attività, inclusa la descrizione del ruolo svolto (*originator*, investitore, ecc.) e del relativo livello di coinvolgimento;
- descrizione dei sistemi interni di misurazione e controllo dei rischi connessi con l'operatività in cartolarizzazioni, inclusa la misura, nel caso di operazioni originate dal gruppo, in cui i rischi sono stati trasferiti a terzi;
- descrizione delle politiche di copertura adottate per mitigare i rischi connessi con l'operatività in cartolarizzazioni, inclusi le strategie e i processi adottati per controllare su base continuativa l'efficacia di tali politiche;
- informativa sui risultati economici connessi con le posizioni in essere verso le cartolarizzazioni;
- indicazione delle agenzie di *rating* utilizzate nelle operazioni di cartolarizzazione originate dall'intermediario, distintamente per ciascuna tipologia di attività oggetto di cartolarizzazione.

Nel bilancio d'esercizio in cui viene realizzata l'operazione di *securitiza-*

¹⁵ Banca d'Italia (2015), *Istruzioni per la redazione dei bilanci e dei rendiconti degli intermediari finanziari ex art. 107 del TUB, degli istituti di pagamento, degli IMEL, delle SGR e delle SIM*.

¹⁶ Banca d'Italia, *Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione*, Circolare 262 del 22 dicembre 2005, aggiornamento del 30 novembre 2018.

tion, l'*originator* deve, inoltre, evidenziare le modalità organizzative di ciascuna operazione, specificando: il valore di cessione delle attività oggetto di *securitisation*, l'ammontare (al lordo e al netto delle preesistenti rettifiche di valore) delle stessa operazione di cartolarizzazione ed i ricavi o perdite realizzate ad essa connesse, la tipologia e la "qualità" delle attività cartolarizzate, la presenza di garanzie e linee di credito rilasciate dall'intermediario o da terzi, la distribuzione geografica e settoriale (per attività economica) delle attività cartolarizzate dei debitori ceduti. L'informativa deve essere fornita distinguendo tra operazioni di cartolarizzazione tradizionali o sintetiche.

Sotto il profilo delle informazioni di natura quantitativa occorre invece indicare:

- le diverse posizioni distinguibili, derivanti da operazioni di *securitization* proprie e di terzi;
- la categoria di strumenti finanziari (titoli senior, mezzanine, junior, ecc.); il valore totale delle attività cartolarizzate alla data di bilancio, sottostanti ai titoli junior, dividendo per tipologia di attività (mutui ipotecari residenziali, *leasing*, carte di credito, ecc.) e per "bontà" (sofferenze o altre attività cedute dall'intermediario o cedute da terzi);
- in relazione ai titoli senior e mezzanine, gli importi separati e classificati per tipologia (mutui ipotecari residenziali, *leasing*, carte di credito, ecc.) e per "bontà" (sofferenze, ecc.) del portafoglio sottostante alla data dell'avvenuta operazione di *securitization*;
- le eventuali rettifiche di valore sulle posizioni in essere verso le cartolarizzazioni;
- le eventuali interessenze in SPV;
- l'illustrazione delle attività di *servicer* e di *arranger* eventualmente svolte.

Le società che svolgono anche compiti di *servicer* sono tenute ad indicare il valore di crediti incassati da ogni singola operazione di *securitisation*, oltre a fornire l'illustrazione dell'operatività.

Ai sensi della Legge 130/1999, qualunque entità economica può rivestire il ruolo di *originator* nell'ambito di un'operazione di *securitization*, pertanto la rappresentazione in bilancio può avvenire secondo differenti modalità, a seconda del quadro normativo di riferimento, che dipende a sua volta dalla tipologia di società ed, eventualmente, dalle scelte che la società stessa pone in essere nella redazione del bilancio in termini di principi contabili adottati. La normativa nazionale prevede due quadri normativi per la redazione dei bilanci:

- le disposizioni del Codice Civile e i principi contabili nazionali OIC;
- i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

L'obbligo di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS emanati dallo IASB (*International Accounting Standard Board*), ai sensi della normativa comunitaria recepita in Italia, vige per le società quotate¹⁷. In precedenza l'obbligo sussisteva anche per le società emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico, le banche e gli intermediari finanziari soggetti a vigilanza, le società assicurative quotate, mentre per quelle non quotate l'obbligo vigeva solo con riferimento al solo bilancio consolidato¹⁸. La Legge di bilancio 2019 (L. 132/2018) ha previsto che, a partire dal bilancio 2018, i soggetti elencati nel precedente periodo i cui titoli non fossero quotati potessero scegliere tra principi contabili internazionali e principi contabili OIC.

L'obbligo non sussiste per la redazione del bilancio d'esercizio o consolidato delle società non quotate. Queste possono tuttavia optare volontariamente per l'applicazione dei principi IAS/IFRS nella redazione del bilancio. La facoltà viene invece meno per le imprese di minori dimensioni (società che rientrano nei limiti per la redazione del bilancio in forma abbreviata e micro-imprese)¹⁹.

Le imprese che non adottano i principi IAS/IFRS nella redazione del bilancio restano soggette alle disposizioni previste dal Codice Civile e dai principi contabili OIC.

Essendo tuttavia il ruolo di *originator*, spesso svolto da banche e intermediari finanziari tale operazione è sempre più spesso regolata dai principi contabili internazionali.

2.2. Bilancio secondo i principi contabili nazionali OIC

La Legge 116/2014 ha riconosciuto all'OIC (Organismo Italiano di Contabilità) il ruolo di *Standard Setter* nazionale. Questo organismo ha il compito di emanare i principi contabili nazionali per la redazione dei bilanci secondo le disposizioni del Codice Civile²⁰.

Nell'ambito dei principi contabili nazionali non è previsto un principio specifico e *ad hoc* dedicato interamente alle operazioni di cartolarizzazione. Tuttavia, si può fare riferimento al principio OIC 15 Crediti, dedicato alla rile-

¹⁷M. Venuti (2020), *Modelli teorici e concreti di informativa contabile*, Giappichelli, Torino, p. 7.

¹⁸F. Dezzani (2020), *Introduzione*, in F. Dezzani, P.P. Biancone, D. Busso (a cura di), *IAS/IFRS*, cit., p. 42 ss.

¹⁹D.Lgs. 38/2005 e D.L. 91/2014.

²⁰F. Bava, A. Devalle (2020), *I nuovi Oic – Bilancio 2019*, Eutekne, Torino, p. 43 ss.

vazione, classificazione e valutazione dei crediti (nonché alle informazioni da riportare nella Nota Integrativa). Il principio disciplina al proprio interno la valutazione e la cessione dei crediti, che rappresentano elementi essenziali della *securitization*.

2.2.1. L'OIC 15

Il principio contabile OIC 15²¹ è diretto a disciplinare i principi per la rilevazione, classificazione, valutazione dei crediti, e le ulteriori informazioni da iscrivere nella nota integrativa²².

I crediti sono definiti come “*diritti ad esigere, ad una scadenza individuata o individuabile, ammontari fissi o determinabili di disponibilità liquide, o di beni/servizi aventi un valore equivalente, da clienti o da altri soggetti*”²³. Nella sua ultima versione, risalente al dicembre 2016, il principio è stato modificato per avvicinarsi alle disposizioni contenute negli IAS/IFRS: l'esempio più evidente di questa integrazione è costituito dal recepimento del concetto di costo ammortizzato²⁴. Il criterio del costo ammortizzato serve così ad imputare a ciascun esercizio contabile oneri e proventi finanziari a un tasso costante²⁵.

In merito alla classificazione, la modalità di esposizione in bilancio dei crediti è disciplinata dal Codice Civile, all'art. 2424, il quale stabilisce che essi debbano essere inseriti nella voce delle immobilizzazioni finanziarie (B.III.2) o nella voce facente parte dell'attivo circolante relativa ai crediti (C.II), secondo la seguente classificazione²⁶:

B III 2 – crediti:

- a) verso imprese controllate;
- b) verso imprese collegate;
- c) verso controllanti;
- d) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti;
- d-bis) verso altri.

²¹ In tema di principi contabili italiani, si veda tra gli altri, F. Bava, A. Devalle (2020), *I nuovi Oic – Bilancio 2019*, cit.

²² OIC 15, par. 1 ss., 2016.

²³ OIC 15, par. 4, 2016.

²⁴ R. Tiscini (2016), *Teoria e regolamentazione delle contabilità: una prospettiva di analisi della riforma ex d.lgs. 139/2015 dai temi scelti costo ammortizzato e beni immateriali – I nuovi principi OIC*, “Luiss Law Review”, n. 1, 2018, p. 149 ss.

²⁵ M. Agostini *et al.* (2018), *La valutazione dei crediti e dei debiti*, “La nuova informativa di bilancio”, p. 152.

²⁶ OIC 15, par. 20 ss.

C II – crediti:

- 1) verso clienti;
- 2) verso imprese controllate;
- 3) verso imprese collegate;
- 4) verso controllanti;
- 5) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti;
- 5-bis) crediti tributari;
- 5-ter) imposte anticipate;
- 5 quater) verso altri.

La classificazione dei crediti tra l'attivo circolante e le immobilizzazioni finanziarie prescinde dal principio dell'esigibilità (ovvero in base al periodo di tempo entro il quale l'attività si trasforma in liquidità, convenzionalmente rappresentato dalla durata di un esercizio), ma è basata sul ruolo coperto dalle diverse attività nell'ordinaria gestione aziendale. La classificazione è generata basandosi sul criterio della "destinazione" (o origine) rispetto l'ordinaria attività svolta²⁷.

Per quanto concerne la rilevazione iniziale e la valutazione, l'art. 2426, n. 8, c.c. è stabilito che *"i crediti sono rilevati in bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato"*²⁸, *tenendo conto del fattore temporale e del presumibile*

²⁷ Si veda sul tema, tra gli altri, G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu, *Bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, p. 55 ss.

²⁸ L'OIC 15 definisce il costo ammortizzato come *"il valore a cui l'attività o la passività finanziaria è stata valutata al momento della rilevazione iniziale al netto dei rimborsi di capitale, aumentato o diminuito dall'ammortamento cumulato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo su qualsiasi differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza e dedotta qualsiasi riduzione (operata direttamente o attraverso l'uso di un accantonamento) a seguito di una riduzione di valore o di irrecuperabilità"*. Si tratta di una definizione tratta dai principi contabili internazionali, in particolare dal paragrafo 9 dello IAS 39 all'epoca ancora in vigore. In sostanza il valore di iscrizione iniziale è rappresentato dal valore nominale del credito, al netto di tutti i premi, gli sconti, gli abbuoni ed incluso degli eventuali costi direttamente attribuibili alla transazione. I costi di transazione, le eventuali commissioni attive e passive e ogni differenza tra valore iniziale e valore nominale a scadenza sono inclusi nel calcolo del costo ammortizzato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo, che implica che essi siano ammortizzati lungo la durata attesa del credito.

Il tasso di interesse effettivo è il tasso interno di rendimento, costante lungo la durata del credito, che rende uguale il valore attuale dei flussi finanziari futuri derivanti dal credito e il suo valore di rilevazione iniziale.

Il criterio del costo ammortizzato può non essere applicato ai crediti se gli effetti sono irrilevanti. Generalmente gli effetti sono irrilevanti se i crediti sono a breve termine (ossia con scadenza inferiore ai 12 mesi). Il criterio del costo ammortizzato può inoltre non essere applicato dalle società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata e dalle micro-imprese.

valore di realizzo”. I crediti, quindi, dopo la prima iscrizione, devono essere esposti in bilancio al netto del relativo fondo svalutazione: nell’esercizio in cui si presume che il credito abbia perso valore, occorre effettuare un opportuno accantonamento al fondo svalutazione per riflettere il valore di presumibile realizzo. Le operazioni di svalutazione, vengono esposte nel conto economico nella voce B.10.d) le “svalutazioni dei crediti compresi nell’attivo circolante e delle disponibilità liquide” o nella voce D.19.d) le “svalutazioni di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni”. Se in un esercizio successivo le ragioni che in precedenza avevano comportato la contabilizzazione di una svalutazione vengono meno in tutto o in parte, la svalutazione rilevata precedentemente deve essere stornata e il credito deve essere esposto al nuovo valore, che non può eccedere quello originario. Le rivalutazioni dei crediti esposti nell’attivo circolante vengono iscritti nella voce A.5 del conto economico “altri ricavi e proventi”, nella voce D.18.b) sono esposte le “rivalutazioni di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni”.

Il principio contabile OIC 15 disciplina un altro aspetto che è fondamentale nell’ambito delle operazioni di *securitization*: la cessione dei crediti e la conseguente (eventuale) cancellazione dal bilancio dell’*originator*.

In particolare, è previsto che la società possa cancellare il credito quando alternativamente²⁹:

- a) i diritti contrattuali sui flussi finanziari derivanti dal credito si estinguono (parzialmente o totalmente);
- b) la titolarità dei diritti contrattuali sui flussi finanziari derivanti dal credito è trasferita e con essa sono trasferiti sostanzialmente tutti i rischi inerenti il credito.

Durante un’operazione di cessione del credito bisogna dunque analizzare se insieme alla vendita degli stessi crediti vengono trasferiti anche i rischi ad essi connessi, tenendo conto di tutte le clausole contrattuali, come ad esempio l’esistenza di obblighi di riacquisto correlati a determinati eventi o franchigie e penali per il mancato pagamento. Nel primo caso invece si ha l’estinzione del credito per pagamento, prescrizione, transazione, rinuncia al credito, rettifica della fatturazione o per qualunque evento che faccia venir meno il diritto ad esigere l’adempimento, con conseguente cancellazione del credito dal bilancio.

In caso di cancellazione del credito dal bilancio a seguito di un’operazione di cessione che comporta il trasferimento sostanziale di tutti i rischi (cessioni pro-soluto), la differenza tra corrispettivo e valore contabile del credito al momento della cessione è rilevata come perdita su crediti da iscrivere alla vo-

²⁹ OIC 15, par. 71 ss., 2016.

ce B.14 “*altri oneri di gestione*” del conto economico. Tuttavia, vi è la possibilità che il contratto consenta di individuare componenti economiche di diversa natura, anche finanziaria.

In caso di cessione del credito che non comporta la cancellazione dal bilancio perché la società non ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi (cessioni pro-solvendo), il credito permane nel bilancio dell’*originator* ed è assoggettato alle regole generali di valutazione previste dal principio contabile. In questo caso i costi dell’operazione sono, di norma, rappresentati da interessi e commissioni da corrispondere al cessionario, che trovano separata rilevazione nel conto economico in base alla loro natura. Se parte del valore del corrispettivo dovuto dal cessionario viene erogato anticipatamente, in contropartita di tale anticipazione percepita bisogna rilevare un debito di natura finanziaria, associando dunque la cessione del credito pro-solvendo ad un’operazione di finanziamento.

Il principio prevede, infine, che nell’ipotesi ulteriore in cui la cessione del credito preveda sostanzialmente il trasferimento di tutti i rischi inerenti il credito, ma rimangano in capo all’*originator* alcuni rischi minimali, potrebbe essere necessario, se ricorrono le condizioni previste dall’OIC 31 “Fondi per rischi e oneri e Trattamento di Fine Rapporto”, effettuare un apposito accantonamento a copertura dei rischi³⁰.

Le principali casistiche di smobilizzo dei crediti e il conseguente trattamento contabile sono riportate nell’appendice A³¹ dell’OIC 15, laddove si conferma la differenza precedentemente analizzata tra “operazioni di cartolarizzazione con trasferimento sostanziale di tutti i rischi del credito”, che comportano l’eliminazione dal bilancio, e le “operazioni di cartolarizzazione che non trasferiscono sostanzialmente tutti i rischi inerenti il credito”, che comportano il mantenimento del credito in bilancio.

L’appendice B³² riporta un esempio di contabilizzazione di un’operazione di cessioni di crediti con la formula pro-solvendo, ipotizzando il seguente caso:

- la società ha iscritto in bilancio al 31.12.X al valore di presumibile realizzo un credito di 90. Il valore nominale del credito è pari a 100;
- il credito scade il 31.12.X+1 e non è produttivo di interessi;
- il credito viene ceduto pro-solvendo l’1.1.X+1 al valore di 81,8. Il prezzo di cessione rappresenta il valore attuale del credito ceduto e non riflette

³⁰ OIC 15, par. 77, 2016.

³¹ OIC 15 – Appendice A, 2016.

³² OIC 15 – Appendice B, 2016.

presunte perdite derivanti da un peggioramento del valore di presumibile realizzo del credito;

- il contratto di cessione prevede che – ove il credito venisse incassato per un valore superiore a quello di cessione – il cessionario non è tenuto a rifondere la differenza.

La cessione viene contabilizzata nel seguente modo:

- il credito ceduto non viene cancellato dal bilancio e rimane iscritto a 90;
- a fronte della liquidità ottenuta dal cessionario (81,80) si iscrive un debito di pari importo;

Banca	a	Debiti v/cessionario	81,80
-------	---	----------------------	-------

- la differenza tra valore di cessione e valore di iscrizione in bilancio al momento della cessione ($90 - 81,8 = 8,2$) è rilevata come interesse passivo nel corso dell'esercizio X+1. Al 31.12.X+1 (data di incasso del credito) la società procede a cancellare il credito dal bilancio in contropartita al debito rilevato al momento della cessione, incrementato degli interessi passivi maturati nel corso dell'esercizio.

Diversi	a	Crediti	100,00
Debiti v/cessionario			81,80
F.do svalutazione			10,00
Oneri finanziari			8,20

Se il credito viene incassato dal cessionario ad un valore pari o superiore a 90 (valore di presunto realizzo iscritto nel bilancio della società cedente) non vengono rilevate componenti economiche ulteriori rispetto agli oneri finanziari (pari a 8,2). Se il credito è incassato per un importo inferiore, la società cedente rileva un'ulteriore perdita, pari all'importo che è tenuta a rifondere al cessionario in virtù del mancato buon fine della cessione.

Qualora una cessione di crediti avvenga con la formula pro soluto si può prospettare una diversa contabilizzazione, ipotizzando il caso seguente³³:

³³ F. Dezzani, G. Ferrero, P. Pisoni, L. Puddu, M. Campra (2004), *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano; G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

STATO PATRIMONIALE

Crediti in sofferenza	1.000
Fondo svalutazione	(200)
	800

L'*originator* cede i crediti a un valore di 300, deve dunque registrare una perdita pari a 500.

Diversi	a	Crediti	1.000
Banca c/c			300
F.do svalutazione			200
Perdite su crediti			500

L'OIC 15, rispetto ai principi contabili internazionali IAS/IFRS, in merito alla cancellazione dei crediti, prevede delle notevoli semplificazioni³⁴. Innanzitutto il principio nazionale fa riferimento solamente al trasferimento dei *rischi*, mentre i principi internazionali fanno riferimento al concetto di trasferimento di *rischi e benefici*: l'esposizione dell'azienda al rischio di credito è stata scelta come elemento fondamentale per offrire una rappresentazione il più utile possibile al lettore del bilancio. Nel caso particolare in cui un trasferimento dei rischi non corrisponda ad un trasferimento dei benefici, la semplificazione apportata dagli OIC 15 ne rende più semplice la contabilizzazione. Si è inoltre, deciso di non introdurre un modello specifico per le cessioni che prevedono un trasferimento parziale dei rischi: gli IAS/IFRS impongono di considerare il passaggio del controllo come ulteriore elemento e in tal caso obbligano ad una cancellazione parziale, secondo il criterio del *continuing involvement*.

2.3. Bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS

I principi contabili internazionali sono emanati dallo IASB (L'International Accounting Standards Board) e devono essere omologati con Regolamento comunitario prima di essere applicati nella redazione dei bilanci. Come detto in precedenza, ci sono diverse categorie di soggetti, come gli intermediari fi-

³⁴ OIC 15 *Crediti* – Motivazioni alla base delle decisioni assunte, par. 12.

nanzieri e le società quotate, per i quali vige l'obbligo di adozione degli IAS/IFRS nella redazione del bilancio, mentre per altre categorie di soggetti l'adozione è facoltativa, quando non addirittura espressamente vietata dalla normativa (società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata e micro-imprese). Lo IASB riveste lo stesso ruolo che svolge l'OIC nel panorama nazionale, quello di *Standard setter*: il fine è quello dell'armonizzazione dei principi contabili e della comparabilità tra i bilanci di imprese che appartengono a Paesi differenti, per agevolare gli investitori a prendere le proprie decisioni sulla base di informazioni omogenee.

Negli ultimi anni lo IASB ha emanato numerosi principi contabili, revisionando quelli già esistenti, per semplificare e chiarire la rappresentazione da fornire in bilancio di alcune poste sensibili, anche in risposta alla situazione di incertezza generata dalla crisi economica. In particolare, con riguardo alle operazioni di *securitization*, assumono rilevanza fondamentale i seguenti principi:

- l'IFRS 9 *Financial Instruments* che ha aggiornato il principio precedente, lo IAS 39, in tema di strumenti finanziari³⁵;
- l'IFRS 10 *Consolidated financial statements*³⁶ e l'IFRS 12³⁷ *Disclosure of Interests in Other Entities* che hanno portato cambiamenti relativamente al concetto di controllo e ai requisiti per il consolidamento delle società, sostituendo lo IAS 27³⁸ e il SIC 12.

2.3.1. L'IFRS 9

L'IFRS 9 è stato emanato in via definitiva dallo IASB il 24 luglio 2014 e omologato nel 2016 dall'Unione Europea (Reg. 2067/2016) in sostituzione allo IAS 39, ma è entrato in vigore a partire dal 1° gennaio 2018.

Lo IAS 39³⁹ *Financial instruments: recognition and measurement* discipli-

³⁵ Si veda, tra gli altri, sul tema, D. Busso (2020), *Ifrs 9 Strumenti Finanziari*, in F. Dezzani, P.P. Biancone, D. Busso (a cura di), *IAS/IFRS*, cit., p. 2050 ss.

³⁶ Si veda, tra gli altri sul tema, P.P. Biancone (2020), *Ifrs 10 Bilancio Consolidato*, in F. Dezzani, P.P. Biancone, D. Busso (a cura di), *IAS/IFRS*, cit., p. 2328 ss.

³⁷ Si veda tra gli altri sul tema, P.P. Biancone, M. Cisi (2020), *Ifrs 12 Informativa sulle partecipazioni in altre Entità*, in F. Dezzani, P.P. Biancone, D. Busso (a cura di), *IAS/IFRS*, cit., p. 2050 ss."

³⁸ Si veda, tra gli altri sul tema, P.P. Biancone (2020), *IAS 27 Bilancio separato*, in F. Dezzani, P.P. Biancone, D. Busso (a cura di), *IAS/IFRS*, cit., p. 727 ss.

³⁹ International Accounting Standards Board, *IAS 39: Financial instruments: Recognition and Measurement*.

nava la classificazione e la valutazione degli strumenti finanziari, pertanto costituiva un principio cardine per la redazione dei bilanci di banche ed intermediari finanziari; fin dalla sua pubblicazione, però, è stato fortemente criticato per le difficoltà di applicazione e per la sua complessità⁴⁰. Queste caratteristiche, unite alle conseguenze della crisi finanziaria e il conseguente inasprimento della critica, hanno spinto lo IASB a revisionare il principio. L'inizio del processo di modifica è iniziato già nel 2009 e si è articolato in tre fasi⁴¹:

- nella prima fase, lo IASB ha pubblicato la bozza *Financial Instruments: Classification and Measurement*, contenente le modifiche relative alla classificazione e valutazione delle attività e passività finanziarie;
- nella seconda fase, nel novembre del 2009, il *board* ha emesso il documento *Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment*, il quale individua la nuova tipologia di *impairment* per le attività finanziarie;
- nella terza fase, lo IASB ha pubblicato, alla fine del 2010, il documento relativo alla modifica dell'*hedge accounting*.

Lo scopo del principio è regolare una materia molto vasta, pertanto ci si limiterà nei paragrafi seguenti ad affrontare gli aspetti che si intrecciano contabilmente con le operazioni di cartolarizzazione, mettendo al centro del *focus* dell'analisi i temi della suddivisione, classificazione e valutazione delle attività finanziarie, dell'*impairment test* e della cancellazione dal bilancio (*derecognition*).

L'IFRS 9 disciplina la rilevazione e valutazione iniziale, la valutazione successiva e le informative riguardanti la contabilizzazione e la rappresentazione degli strumenti finanziari. Rispetto al precedente IAS 39 il nuovo principio presenta molte differenze per quanto riguarda la classificazione e misurazione delle attività/passività finanziarie, l'*impairment test* e gli strumenti di copertura (*hedge accounting*), mentre così non è in tema di cancellazione dei crediti dal bilancio⁴².

In conformità al vecchio principio, è previsto che la rilevazione nel bilan-

⁴⁰ Relativamente agli strumenti finanziari si ricorda che le Compagnie di assicurazione possono avvalersi, ai fini della redazione del proprio bilancio consolidato, della facoltà di differimento dell'applicazione dell'IFRS 9 prevista dallo IASB secondo la modalità del cosiddetto "*deferral approach*".

⁴¹ M.C. Huian (2012), *Accounting for financial assets and financial liabilities according to IFRS 9*, "Scientific Annals of the 'Alexandru Ioan Cuza'", University of Iasi, Vol. 59, n. 1, pp. 27-47.

⁴² G. Gebhardt (2014), *Revisiting the Fundamental Concepts of IFRS*, ABACUS, Vol. 50, n. 1, Sydney.

cio di uno strumento finanziario, sia come posta attiva che passiva, avvenga solo quando la società diventi parte di un contratto relativo allo strumento⁴³. L'iscrizione avviene al *fair value* maggiorato dei relativi costi direttamente imputabili all'acquisizione dell'attività finanziaria.

Per quanto concerne la classificazione, il principio distingue due tipologie di attività finanziaria, in funzione del metodo di valutazione:

- costo ammortizzato (*amortised cost*);
- *fair value* (con imputazione al conto economico, “*through profit or loss*”, o “*other comprehensive income*”, OCI).

Il criterio alla base della valutazione è fondato su due elementi⁴⁴:

- il modello di *business* della società, secondo il quale conduce la gestione degli strumenti finanziari;
- le caratteristiche dei flussi di cassa generati dallo strumento finanziario.

In particolare, un'attività finanziaria deve essere valutata al costo ammortizzato⁴⁵ se sono soddisfatte entrambe le seguenti condizioni:

- a) lo strumento finanziario è posseduto nel quadro di un *business model* il cui obiettivo è il possesso finalizzato alla raccolta dei flussi finanziari previsti dal contratto (c.d. Hold to collect);
- b) i termini contrattuali dello strumento finanziario prevedono a determinate date flussi finanziari rappresentati unicamente da pagamenti del capitale e dell'interesse sull'importo del capitale da restituire⁴⁶.

Allorché l'attività finanziaria non corrisponda ai principi precedentemente citati, essa viene classificata al *fair value*⁴⁷. Per gli strumenti finanziari valuta-

⁴³ IASB, IFRS 9, par. 1 ss., 2014.

⁴⁴ IASB, IFRS 9, par. 4.1, 2014.

⁴⁵ IASB, IFRS 9, par. 5.4.1 ss., 2014; il principio indica che per gli interessi attivi occorre adottare il criterio dell'interesse effettivo, ossia applicando il tasso di interesse effettivo al valore contabile lordo dell'attività finanziaria, a meno che si tratti di:

- attività finanziarie deteriorate (per cui deve essere adottato il tasso di interesse effettivo corretto per il credito al costo ammortizzato dell'attività finanziaria sin dalla rilevazione iniziale);
- attività finanziarie che non sono deteriorate, ma che lo sono diventate in una seconda fase (per cui deve essere adottato il tasso di interesse effettivo corretto per il credito al costo ammortizzato dell'attività finanziaria dall'esercizio in cui interviene la sofferenza dell'attività).

⁴⁶ IASB, IFRS 9, par. 4.1.2, 2014.

⁴⁷ Il *fair value* è rappresentato dal valore di quotazione di uno strumento in un mercato attivo, ovvero il valore a cui lo stesso sarebbe scambiato in un'operazione tra terzi indipendenti,

ti con il metodo del *fair value*⁴⁸ il principio individua ancora un'ulteriore distinzione⁴⁹:

- le attività finanziarie al *fair value through other comprehensive income* (FVTOCI): questa categoria comprende gli strumenti finanziari che soddisfano due condizioni⁵⁰:
 - a) lo strumento è posseduto nel quadro di un *business model* finalizzato alla raccolta sia dei flussi finanziari previsti dal contratto sia da quelli originati dalla cessione dell'attività;
 - b) i termini contrattuali dello strumento finanziario prevedono a determinate date flussi finanziari rappresentati unicamente da pagamenti del capitale e degli interessi sull'importo del capitale da restituire⁵¹.

Essa comprende, inoltre, gli strumenti rappresentativi di capitale, qualora la società abbia optato irrevocabilmente per la valutazione degli stessi al FVTOCI, e, soprattutto, degli strumenti finanziari derivati acquistati nell'ambito di operazioni di copertura⁵².

tra parti consapevoli e disponibili. Si veda in merito alla valutazione al *fair value* D. Busso, L. Broccardo, *IFRS 13 Valutazione del fair value*, in F. Dezzani, P.P. Biancone, D. Busso (a cura di), *IAS/IFRS*, cit., p. 2485 ss.; G. Dicuonzo (2018), *La disclosure sui rischi finanziari tra dottrina, normativa e prassi: Evidenze empiriche del contesto italiano*, Giappichelli, Torino, p. 101 ss.

⁴⁸ Si veda in proposito D. Busso (2019), *L'introduzione del fair value per la valutazione dei derivati*, Giappichelli, Torino, p. 116 ss.

⁴⁹ A. Hayek, M. Fawzi (2011), *The adoption of IFRS 9 in the Jordanian Banking Sector*.

⁵⁰ IASB, IFRS 9. par. 4.1.2A, 2014.

⁵¹ IASB, IFRS 9. par. 4.1.2A, 2014.

⁵² L'IFRS 9 dedica il par. 6 alla contabilizzazione delle operazioni di copertura, indicando i criteri di ammissibilità affinché un'operazione possa così definirsi, le diverse tipologie e il trattamento contabile. In sostanza un'operazione può definirsi di copertura (sotto il profilo contabile) se:

- a) la relazione di copertura consiste solo di strumenti di copertura ammissibili (par. 6.2 ss.) ed elementi coperti ammissibili (par. 6.3 ss.);
- b) all'inizio della relazione di copertura vi è una designazione e documentazione formale della relazione di copertura, degli obiettivi dell'entità nella gestione del rischio e della strategia nell'effettuare la copertura. La documentazione deve includere l'individuazione dello strumento di copertura, dell'elemento coperto, della natura del rischio coperto e di come l'entità valuterà se la relazione di copertura soddisfa i requisiti di efficacia della copertura (compresa la sua analisi delle fonti di inefficacia della copertura e di come essa determina il rapporto di copertura);
- c) la relazione di copertura soddisfa tutti i seguenti requisiti di efficacia della copertura:
 - i) vi è un rapporto economico tra l'elemento coperto e lo strumento di copertura (cfr. paragrafi B6.4.4-B6.4.6);

- le attività finanziarie valutate al *fair value through profit and loss* (FVTPL): questa categoria comprende le attività detenute per fini speculativi e i derivati, qualora non siano derivati di copertura (*hedge accounting*)⁵³, gli strumenti finanziari per cui viene esercitata la *fair value option*, qualora con detta classificazione si riesca ad eliminare o ridurre fenomeni che altrimenti determinerebbero delle asimmetrie contabili⁵⁴, nonché, in via residuale, tutti gli strumenti finanziari che non hanno i requisiti per essere classificati nelle altre due categorie (costo ammortizzato e *fair value through other comprehensive income*);

La diversa classificazione si traduce anche in un differente trattamento contabile. Infatti, nel primo caso (FVTOCI) la rilevazione iniziale viene effettuata sempre al *fair value* al netto dei costi di transazione, la valutazione successiva deve essere valorizzata al *fair value*, imputando però le eventuali variazioni nel prospetto delle OCI (*Other Comprehensive Income*), impattando sulla redditività complessiva. Le variazioni non vengono dunque indicate tra le poste del conto economico e non partecipano al risultato dell'esercizio; ne viene data tuttavia evidenza nel prospetto della redditività complessiva e deve pertanto essere iscritta una riserva di patrimonio netto corrispondente alla differenza tra valore del *fair value* a cui è stato iscritto lo strumento e *fair value* dell'attività alla data di bilancio. In caso di eliminazione dal bilancio o di riclassificazione, l'utile o la perdita rilevati nella riserva del patrimonio netto fino a quel momento devono essere imputati nel conto economico dell'esercizio in cui avviene l'eliminazione o la riclassificazione⁵⁵: in questo modo un'attività valutata al FVTOCI ha un impatto sul conto economico come se fosse stata valutata al costo ammortizzato.

Nel secondo caso (FVTPL), invece, l'iscrizione iniziale avviene al *fair va-*

-
- ii) l'effetto del rischio di credito non prevale sulle variazioni di valore risultanti dal rapporto economico (cfr. paragrafi B6.4.7-B6.4.8); e
 - iii) il rapporto di copertura della relazione di copertura è lo stesso di quello risultante dalla quantità dell'elemento coperto che l'entità effettivamente copre e dalla quantità dello strumento di copertura che l'entità utilizza effettivamente per coprire tale quantità di elemento coperto. Tuttavia, tale designazione non deve riflettere uno squilibrio tra le ponderazioni dell'elemento coperto e dello strumento di copertura che determinerebbe l'inefficacia della copertura (a prescindere dal fatto che sia rilevata o meno) che potrebbe dare luogo a un risultato contabile che sarebbe in contrasto con lo scopo della contabilizzazione delle operazioni di copertura (cfr. paragrafi B6.4.9-B6.4.11).

⁵³ M. Ferfaglia, G. Soldi (2018), *IFRS 9: come cambia il bilancio delle banche*, 14 dicembre, www.riskcompliance.it.

⁵⁴ IASB, IFRS 9, par. 4.1.5, 2014.

⁵⁵ IASB, IFRS 9, par. 5.7.10, 2014.

lue al netto dei costi di transazione, che vengono imputati al conto economico. Successivamente, ad ogni data di riferimento del bilancio, occorre aggiornare la valutazione dello strumento finanziario al *fair value*, con le eventuali variazioni di valore imputate direttamente nel conto economico dell'esercizio.

Sotto il profilo della classificazione, l'IFRS 9 risulta meno complesso rispetto al precedente IAS 39, in quanto diminuisce il numero di categorie e semplifica i criteri di suddivisione.

Nella figura sottostante vi è una rappresentazione delle modifiche relative alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari (Figura 2.1)⁵⁶.

Figura 2.1. – *Variazioni classificazione e valutazione strumenti finanziari IFRS 9/IAS 39*

IFRS 9	IAS 39	
Classifications and measurement models	Classifications	Measurement model
Amortized Cost	Loans and receivables	Amortized Cost
FVPL	FVPL	FVPL
SVOCI	Available for sale	FVOCI
	Held to maturity	Amortized Cost

Fonte: PwC, IFRS 9 (2017), *Financial Instruments Understanding the basics*.

Il principale effetto risulta essere l'accentuata enfasi sulla valutazione al *fair value* a discapito delle altre tipologie di valutazione. L'esposizione in bilancio di uno strumento finanziario è correlata al *business model* della società, non solamente ai vincoli contrattuali in essere. Nell'ottica dell'IFRS 9, il *business model* non è influenzato dalle strategie del management che interessano la singola attività finanziaria, ma l'approccio utilizzato va determinato a un più alto livello di aggregazione. Individuando diversi portafogli di strumenti finanziari, è possibile possedere più *business model* in base alla gestione delineata e alla politica che si intende perseguire. È quindi possibile che una società sia in possesso di tutte e tre le categorie di strumenti finanziari, che si rifletteranno nei tre rispettivi trattamenti contabili predetti, ad esempio:

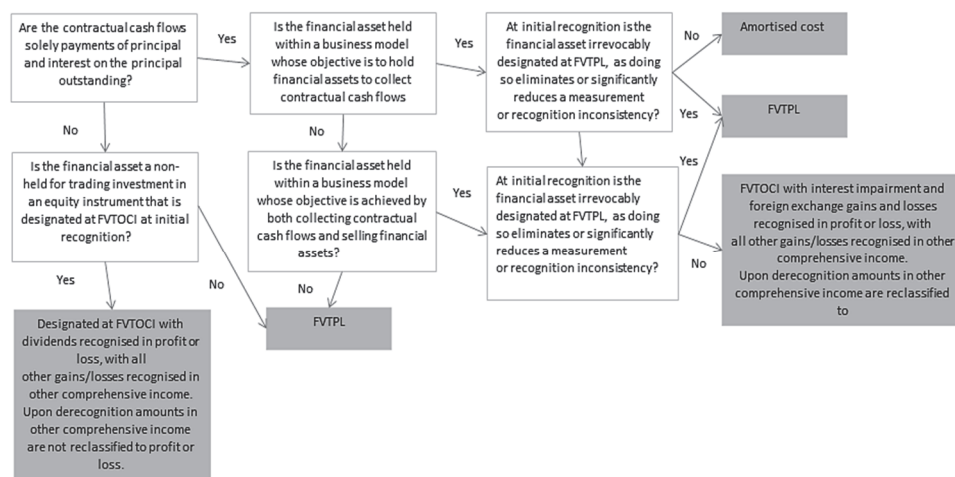
- un portafoglio di attività con finalità speculative, quindi contabilizzato come FVTPL;

⁵⁶ PwC, IFRS 9, *Financial Instruments Understanding the basics*, 2017.

- un portafoglio di strumenti detenuto per beneficiare (*held to collect*) dei flussi di cassa generati secondo contratto, valutato dunque al costo ammortizzato;
- un portafoglio di strumenti finanziari detenuto con l'intenzione di incassare sia i flussi di cassa previsti dal contratto sia quelli provenienti dalla vendita degli strumenti, classificato come FVTOCI.

Il processo di classificazione previsto dall'IFRS 9 può essere sintetizzato come riportato nella Figura 2.2⁵⁷.

Figura 2.2. – Sintesi del processo di classificazione degli strumenti finanziari previsto dall'IFRS 9



Fonte: Deloitte, IFRS 9 (2013), *Financial Instruments – High level summary*.

Per ciò che concerne l'*impairment* test delle attività finanziarie, il nuovo principio ha introdotto rilevanti novità rispetto allo IAS 39. L'*impairment* test è il processo volto a verificare e valutare l'esistenza di eventuali perdite di valore di un'attività, in questo caso finanziaria, iscritta nel bilancio. Il precedente modello era basato sulle *incurred losses*, ovvero sulle perdite subite: la svalutazione dell'attività era effettuata nel momento in cui si verificava il *loss event* o vi fosse una diminuzione significativa o prolungata del valore recuperabile⁵⁸.

⁵⁷ Deloitte (2013), *IFRS 9: Financial Instruments – High level summary*.

⁵⁸ Gli indicatori potenzialmente rilevanti che possono rivelare una perdita di valore sono esemplificati dallo IAS 39 nei seguenti:

Alla luce della complessità e della natura eterogenea degli indicatori evidenziati dal principio (a titolo meramente esemplificativo), spesso l'individuazione del *loss event* era di difficile applicazione e il processo era caratterizzato da un elevato grado di aleatorietà. Inoltre, l'approccio non era sufficientemente prudentiale e "autorizzava" il management a non appesantire i bilanci con le perdite attese e a sovrastimare parte delle attività, spostando in avanti il momento della svalutazione, che veniva accumulata in gran parte nell'esercizio in cui si verificava il *loss event*. La crisi finanziaria del 2007 ha amplificato queste debolezze, mettendo in luce come l'*incurred loss model* fosse inadeguato al fine di ottenere una chiara rappresentazione del valore degli strumenti finanziari in bilancio, mostrando un andamento fortemente pro-ciclico⁵⁹.

Per porre rimedio a queste problematiche e fornire una risposta alla critica, lo IASB ha avviato il processo di revisione del principio, concluso con l'emissione dell'IFRS 9, che ha introdotto un approccio basato sulle perdite attese⁶⁰, *expected losses*, che si traduce in un modello prospettico: la stima delle perdite deve essere effettuata non solo sulla base di dati storici ed attuali, ma anche su dati prospettici. Le perdite attese sono una stima del valore attuale di tutte le inadempienze del debitore lungo la vita dello strumento: tali inadempienze sono quantificabili come differenza tra i flussi di cassa contrattuali e il valore che il creditore si aspetta di ricevere effettivamente⁶¹.

Il modello viene applicato a⁶²:

- attività finanziarie valutate al costo ammortizzato;
- attività finanziarie valutate al FVTOCI;

-
- l'emittente o il debitore si trovano in difficoltà finanziaria;
 - la violazione del contratto, ad esempio, il mancato pagamento degli interessi o della quota capitale;
 - il finanziatore, per ragioni economiche o legali relative alla difficoltà finanziaria del beneficiario, estende a quest'ultimo una concessione che altrimenti non avrebbe preso in considerazione;
 - il beneficiario potrebbe, con un certo grado di probabilità, dichiarare bancarotta o avviare altre procedure di ristrutturazione finanziaria;
 - la scomparsa di un mercato attivo di quell'attività;
 - dall'osservazione di un gruppo di attività finanziarie e dall'andamento storico dei dati sui *cash flow* attesi, sussiste un'evidenza che non sarà recuperato l'intero importo nominale di tale portafoglio di strumenti finanziari.

⁵⁹ M. Ferfaglia, G. Soldi (2018), *IFRS 9: come cambia il bilancio delle banche*, 14 dicembre, www.riskcompliance.it.

⁶⁰ IASB, IFRS 9, par. 5.5, 2014.

⁶¹ IASB, "ED/2013/3, *Financial Instruments: Expected Credit Losses*", par. B27.

⁶² IASB, IFRS 9, par.5.5.1, 2014.

- prestiti quando vi è un'obbligazione presente per estendere il credito (ad eccezione dei casi in cui questi vengono valutate come FVTPL);
- garanzie finanziarie previste da contratto a cui si applica l'IFRS 9 (ad eccezione dei casi in cui queste vengono valutate come FVTPL);
- crediti impliciti nei contratti di *leasing* disciplinati dallo IAS 17 Leases (oppure dall'IFRS 16);
- attività contrattuali disciplinati dall'IFRS 15 *Revenue from Contracts with Customers*.

Il principio prevede che l'*impairment test* per gli strumenti finanziari venga effettuato in sede di chiusura del bilancio. Il processo viene applicato alle attività indicate in precedenza e le eventuali variazioni di valore riscontrate devono essere imputate nel conto economico e concorrere al risultato d'esercizio⁶³ o nell'OCI⁶⁴. Rispetto allo IAS 39, l'IFRS 9, al fine di uniformare la metodologia e facilitare il confronto dei valori, prevede un unico metodo per il calcolo delle rettifiche di valore su crediti valido per tutti gli strumenti finanziari non rilevati al *fair value* con effetto a conto economico⁶⁵.

L'obiettivo è rilevare le perdite attese lungo tutta la vita del credito per gli strumenti finanziari per i quali il rischio di credito è aumentato significativamente dal momento della rilevazione iniziale (*lifetime expected credit losses*). Se invece alla data di riferimento del bilancio non c'è stato un significativo aumento del *credit risk* relativo allo strumento finanziario, la valutazione delle perdite attese deve essere effettuata con un orizzonte temporale che comprenda i successivi dodici mesi (*12-months expected credit losses*). Pertanto sulla base del *credit risk* sono individuabili due tipi di approcci differenti per la quantificazione della perdita:

- strumenti con significativo incremento del *credit risk* rispetto alla rilevazione: la perdita è calcolata su tutta la vita residua dello strumento come stima del valore attuale delle perdite (attese) tra la data di chiusura e la data di scadenza dello strumento (durata del contratto);
- strumenti senza significativo incremento del *credit risk* rispetto alla rilevazione: la perdita è calcolata come porzione della perdita *lifetime* e risulta dalla ponderazione del valore attuale della perdita attesa in caso di *default*,

⁶³ IASB, IFRS 9, par. 5.5.8, 2014.

⁶⁴ IASB, IFRS 9, par. 5.5.2, 2014.

⁶⁵ P. Ariante, C. De Rosa, C. Sica (2016), *IFRS 9: cosa cambia e quali sono gli impatti del nuovo standard contabile internazionale per le banche*, "IPE Working Paper", n. 9, 30 settembre.

stimata sulla vita residua dello strumento, per la probabilità che si verifichi il *default* entro l'anno⁶⁶.

Nel panorama delineato dal principio, dunque, assume un ruolo centrale la valutazione del *credit risk* associato allo strumento finanziario. Lo standard impone che la valutazione sia effettuata ad ogni data di chiusura del bilancio, confrontando il rischio di *default* relativo allo strumento finanziario alla data di riferimento del bilancio con il rischio di *default* relativo allo strumento finanziario alla data della rilevazione iniziale e considerare informazioni ragionevoli e dimostrabili, che siano disponibili senza eccessivi costi o sforzi, indicative di aumenti significativi del rischio di credito verificatisi dopo la rilevazione iniziale⁶⁷. Nella valutazione del *credit risk* la società può fare riferimento ad informazioni storiche, correnti o a proiezioni future.

L'IFRS 9, tuttavia, nella valutazione del rischio di credito individua alcune presunzioni con lo scopo di semplificare le scelte del management. Una di queste è quella che prevede che l'entità possa considerare che il rischio di credito non è aumentato qualora lo strumento sia classificato come *low credit risk* alla chiusura del bilancio, facendo esplicito riferimento a titolo esemplificativo al *rating* assegnato da un soggetto terzo. Altra indicazione del principio consiste nel divieto di adottare solo informazioni storiche laddove siano disponibili proiezioni future, senza il sostenimento di costi e sforzi eccessivi. Infine, un'ultima fondamentale presunzione è quella di considerare la presenza di significativo aumento del *credit risk*, indipendentemente dalla valutazione effettuata dalla società, quando vi siano pagamenti contrattuali scaduti da oltre trenta giorni.

La valutazione può riguardare anche una collettività di strumenti finanziari raggruppati per caratteristiche di rischio omogenee (ad esempio tipologia, rating, tipo di garanzia, data di rilevazione, scadenza, settore, ecc.), senza però sfruttare il raggruppamento per occultare strumenti con un peggioramento del rischio superiore.

Il principio richiede che la stima delle perdite attese rifletta un importo obiettivo e ponderato in base alle probabilità, determinato valutando una gamma di possibili scenari, anche nel caso in cui l'esito più probabile sia che la perdita non si verifichi⁶⁸. Le perdite devono essere attualizzate alla data di riferimento del bilancio utilizzando il tasso di interesse effettivo determinato al momento della rilevazione iniziale, al fine di tenere conto del valore temporale del denaro.

Se, invece, l'attività finanziaria acquistata presenta evidenze di *impairment*

⁶⁶ P. Ariante, C. De Rosa, C. Sica, *IFRS 9*, cit.

⁶⁷ IASB, *IFRS 9*, par. 5.5.9, 2014.

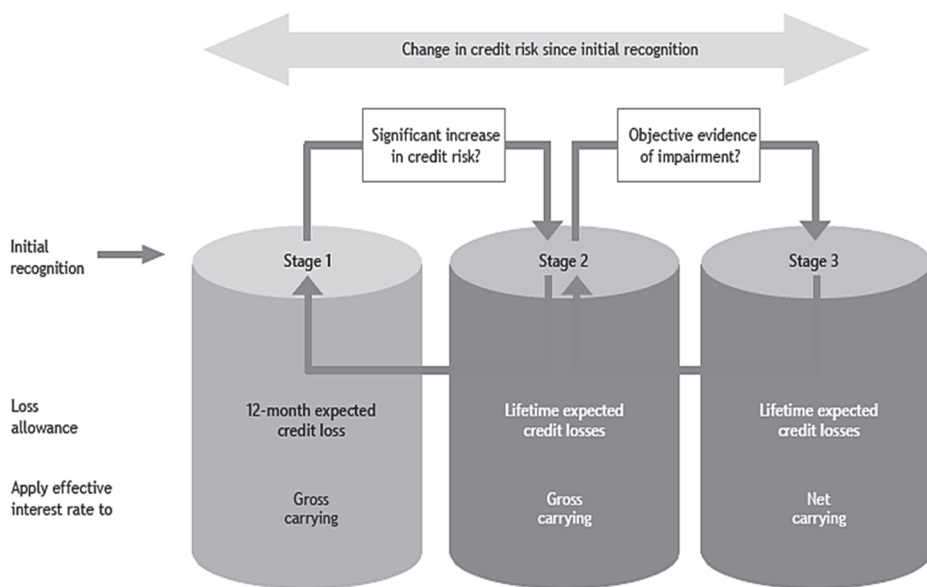
⁶⁸ IASB, *IFRS 9*, par. B.5.5.41, 2014.

già dalla rilevazione iniziale e viene svalutata già al momento dell'iscrizione, negli esercizi successivi non sarà più necessario procedere all'*impairment*. Si tratta dei *credit-impaired financial assets*, il cui valore di iscrizione sconta già perdite attese. Infatti nella valutazione di questi strumenti è applicato il *credit-adjusted effective interest rate*, ovvero il tasso che permette di scontare i flussi di cassa futuri previsti fino alla scadenza del contratto, al netto delle perdite attese e dei costi di transazione⁶⁹. Le variazioni successive sono imputate direttamente a conto economico.

Il principio prevede infine un approccio semplificato per alcune attività: i crediti commerciali, le attività derivanti da contratto soggette all'IFRS 15 (che non contengono una significativa componente finanziaria) e i crediti impliciti nei contratti di *leasing* soggetti all'IFRS 16. Per questi strumenti, la società può stimare sin da subito le perdite attese lungo tutta la durata dello strumento⁷⁰.

Il nuovo modello di *impairment* proposto dall'IFRS 9 è raffigurato in sintesi nella Figura 2.3⁷¹.

Figura 2.3. – Sintesi modello forward-looking IFRS 9



Fonte: Deloitte, IFRS 9, *Financial Instruments – High level summary*, cit.

⁶⁹ IASB, IFRS 9, Appendix A, 2014.

⁷⁰ IASB, IFRS 9, par. 5.5.15 ss., 2014.

⁷¹ Deloitte, *IFRS 9: Financial Instruments*, cit.

Gli strumenti finanziari vengono sostanzialmente distinti in tre livelli (*three stage approach*) in merito al peggioramento del *credit risk* rispetto alla rilevazione iniziale:

- stage 1 (*performing*): comprende strumenti con basso rischio di credito o che non hanno avuto un significativo aumento rispetto alla rilevazione; il calcolo delle perdite attese abbraccia un lasso temporale di dodici mesi dalla chiusura del bilancio;
- stage 2 (*under performing*): comprende gli strumenti che hanno subito un peggioramento del rischio di credito rispetto alla rilevazione iniziale; il calcolo delle perdite attese deve essere effettuato sulla base della durata residua del contratto;
- stage 3 (*non performing*): comprende gli strumenti che hanno subito un peggioramento significativo del merito creditizio rispetto alla rilevazione iniziale; il calcolo delle perdite attese deve essere effettuato sulla base della durata residua del contratto, ma, diversamente dallo stage 2, il calcolo della perdita si effettua in modo analitico.

Il passaggio dallo stage 2 allo stage 3 avviene al verificarsi di determinati *trigger events*, quali ad esempio la sofferenza di un credito per un mancato pagamento per un periodo superiore ai 90 giorni rispetto alla scadenza, che causano un significativo peggioramento del rischio di credito associato allo strumento. La differenza nel metodo di calcolo attiene alla base a cui viene applicato il tasso di interesse: nello stage 2 viene assunto il valore lordo dell'attività (*gross method*) a cui viene applicato il tasso di interesse, mentre nello stage 3 la base è rappresentata dal valore dell'attività al netto delle perdite attese (*net method*).

Il terzo fondamentale aspetto contenuto nell'IFRS 9, che riveste un ruolo centrale nelle operazioni di *securitization*, è quello dell'eliminazione delle attività finanziarie dal bilancio, o *derecognition*. In questo caso, tuttavia, lo IASB non ha introdotto rilevanti cambiamenti, lasciando sostanzialmente inalterati i criteri previsti dallo IAS 39⁷². Tuttavia, sono state inserite delle *disclosure* relative a transazioni di strumenti finanziari per consentire agli *stakeholders* di comprendere meglio gli eventuali rischi "fuori bilancio".

La società è tenuta a stabilire se la cancellazione debba interessare lo strumento finanziario nella sua totalità o solamente una frazione di esso. A differenza di quanto previsto dall'OIC 15, infatti, il principio consente l'eliminazione solo parziale, in presenza delle seguenti condizioni⁷³:

⁷² G. Gebhardt (2014), *Revisiting the Fundamental Concepts of IFRS*, "ABACUS", Vol. 50, n. 1.

⁷³ IASB, IFRS 9, par. 3.2, 2014.

- la parte da considerare comprende soltanto flussi finanziari identificati specificatamente dall'attività finanziaria;
- la parte comprende soltanto una quota interamente proporzionale (pro rata) dei flussi di un'attività finanziaria;
- la parte comprende soltanto una quota interamente proporzionale dei flussi indetificati specificamente dall'attività finanziaria.

Nei casi in cui non ricorrono le suddette condizioni, l'eliminazione dello strumento deve essere operata in toto. La *derecognition* è attuata quando lo strumento viene ceduto, rimborsato, rinegoziato o quando la controparte non adempie i propri obblighi: in sostanza in tutti quei casi in cui i diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari dello strumento vengono meno. Si può individuare un'operazione di trasferimento di attività finanziarie quando: la società trasferisce i diritti contrattuali a ricevere flussi finanziari dello strumento o quando la società mantiene i diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari dello strumento, ma assume l'obbligazione contrattuale di pagare gli stessi flussi a uno o più beneficiari⁷⁴. In questo secondo caso, si ha un trasferimento dell'attività solo se: l'obbligazione sorge solo se gli importi equivalenti sono effettivamente incassati dalla società, il contratto impedisce alla società di vendere o impegnare lo strumento, salvo che questo costituisca garanzia dell'obbligazione, e il contratto preveda di trasferire i flussi incassati ai beneficiari finali senza ritardi rilevanti.

L'aspetto fondamentale nell'ambito della cessione di un'attività finanziaria è rappresentato dalla valutazione che la società deve effettuare riguardo al mantenimento di tutti i rischi e benefici derivanti dal possesso dello strumento. Si possono individuare tre distinte situazioni.

Nel primo caso la società trasferisce sostanzialmente tutti i rischi e benefici connessi allo strumento. La società deve cancellare contabilmente l'attività finanziaria e rilevare separatamente tra le attività o passività qualsiasi diritto ed obbligazione derivanti dalla cessione dello strumento. La differenza tra il valore contabile della posta eliminata e il corrispettivo ricevuto, aumentato di eventuali altre attività ottenute e al netto di eventuali passività ricevute, deve essere imputato al conto economico dell'esercizio. Lo stesso trattamento vale qualora la cessione riguardi solo una parte dello strumento finanziario, come analizzato nei paragrafi precedenti. La frazione dell'attività finanziaria che continua ad essere rilevata deve essere valutata al *fair value*.

Il secondo scenario è, invece, quello in cui la società mantiene sostanzialmente tutti i rischi e i benefici correlati allo strumento finanziario ceduto. In

⁷⁴ IASB, IFRS 9, par. 3.2.4, 2014.

questo caso il principio dispone che l'attività continui ad essere rilevata in bilancio, in quanto, in ottemperanza al principio di prevalenza della sostanza sulla forma, che riveste un ruolo cardine nel quadro degli IAS/IFRS, la società continua a rimanere di fatto titolare dell'attività. A fronte del corrispettivo incassato nella cessione, occorre rilevare una passività: assimilando, dunque, in assenza di *derecognition*, la cessione ad una normale operazione di finanziamento.

L'ultimo caso previsto è quello in cui la società non trasferisce né mantiene sostanzialmente tutti i rischi e benefici connessi all'attività; in quest'ipotesi occorre verificare se l'entità abbia mantenuto o meno il controllo sullo strumento finanziario. Se la società non ha conservato il controllo, si deve procedere con l'eliminazione contabile dell'attività, rilevando separatamente le attività o le passività ricevute. Al contrario, se ha mantenuto il controllo, la società deve continuare a rilevare l'attività in base al suo *continuing involvement*, ossia nella misura del suo coinvolgimento residuo. Il concetto di coinvolgimento residuo è di fatto il metro cui il principio ancora la valutazione del mantenimento dei rischi e benefici. Il *continuing involvement* corrisponde alla misura in cui la società resta esposta alle variazioni di valore dell'attività trasferita. Ad esempio quando, a seguito di cessione dello strumento, il coinvolgimento residuo riguarda una garanzia sull'attività trasferita, questo corrisponde al minor valore tra l'importo dell'attività e l'ammontare della garanzia prestata⁷⁵.

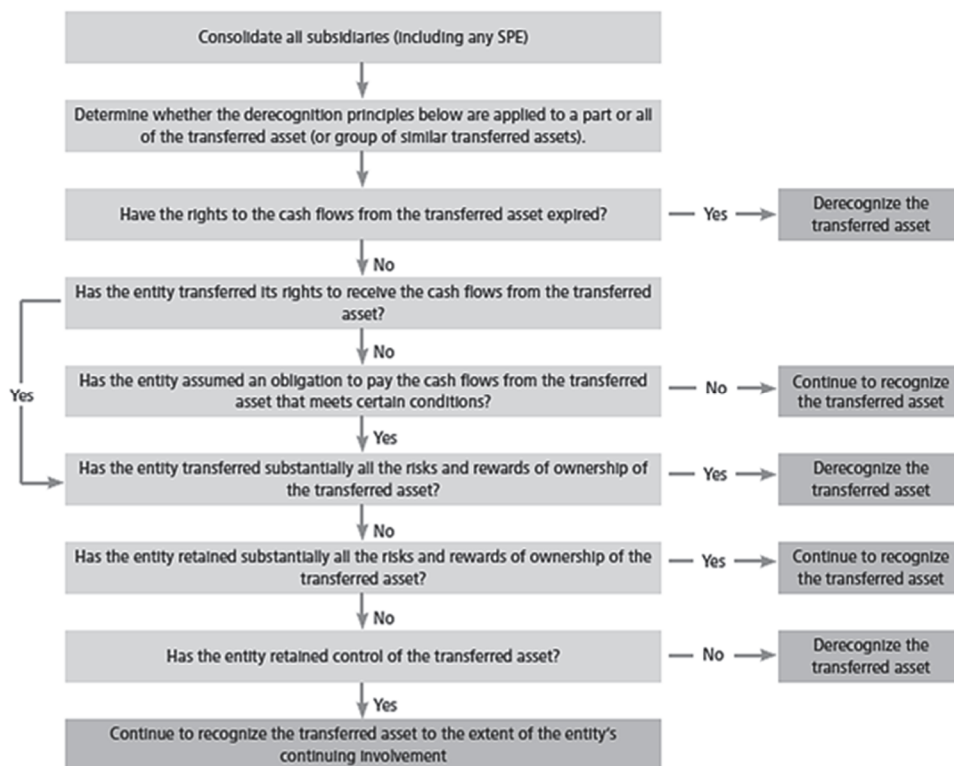
Il principio definisce il concetto di controllo come la possibilità di disporre dell'attività finanziaria realizzando una cessione. Pertanto il controllo è mantenuto se il cessionario non è in grado di cedere a sua volta lo strumento finanziario e viceversa.

Il *framework* seguente mostra in sintesi il processo di valutazione da effettuare per procedere alla cancellazione contabile di uno strumento finanziario a seguito della cessione⁷⁶.

⁷⁵ IASB, IFRS 9, par. 3.2.16, 2014.

⁷⁶ Deloitte (2014), *Securitization Accounting*.

Figura 2.4. – Valutazione eliminazione attività in caso di cessione



Fonte: Deloitte (2014), *Securitization Accounting*.

Il diagramma, derivato direttamente dal paragrafo B3.2.1 dell'IFRS 9, si articola sostanzialmente nei seguenti *step*:

- *step 1*: consolidamento di tutte le controllate. Nella redazione del bilancio consolidato, la capogruppo deve preliminarmente consolidare tutte le controllate e, in seguito, applicare le regole per la *derecognition*. I criteri di consolidamento sono indicati dall'IFRS 10. Nell'area di consolidamento possono anche essere comprese le *Special Purpose Vehicle*, costituite col solo fine di effettuare la cessione del portafoglio di attività;
- *step 2*: determinare se l'eliminazione riguardi l'attività in toto o solo in parte. Richiamando ciò che è stato scritto in precedenza, la società deve valutare se la *derecognition* riguardi un singolo strumento o un gruppo di attività simili e in quale proporzione. Il principio non individua un criterio che identifichi il concetto di attività simili: tuttavia, sotto il profilo contabile, uno strumento è simile ad un altro se entrambi prevedono flussi di cassa

- analoghi, alle stesse scadenze e con medesimo rischio di credito;
- *step 3*: cessazione dei diritti contrattuali relativi ai *cash flows* dell'attività. Lo strumento finanziario deve essere eliminato contabilmente quando i diritti contrattuali a percepire i flussi finanziari generati dall'attività vengono meno. Ciò può avvenire, ad esempio, per la scadenza dell'*asset* con rimborso, così come per prescrizione del diritto ad esigere il credito;
 - *step 4*: cessione dei diritti contrattuali relativi ai *cash flows* dell'*asset*. In caso di trasferimento dell'attività occorre valutare se è effettivamente avvenuto il trasferimento dei diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari derivanti dal possesso dello strumento, così come descritto in precedenza. Nelle operazioni di *securitization* occorre fare valutazioni ulteriori su questa fase. Ad esempio, nei casi in cui l'*originator* svolga anche le attività di *servicing*, occorre sottolineare che normalmente questa non abbia conseguenze sul trasferimento dei diritti contrattuali relativi all'*asset*. Pertanto, la società può amministrare la gestione dei *cash flows* senza essere ritenuta titolare dei rischi e benefici (in assenza di ulteriori condizioni). È inoltre possibile che alcuni diritti contrattuali restino in capo all'*originator* come compenso dell'attività di *servicing*: in questo caso la parte relativa ai diritti non ceduti, solitamente rappresentata dagli interessi, continua ad essere iscritta nel bilancio. Nei casi in cui l'*originator* fornisce una garanzia, come ad esempio l'*overcollateralization (internal credit enhancement)*, questa non fa necessariamente venir meno la *derecognition* se i flussi finanziari sono trasferiti allo SPV, anche se occorre un approfondimento come descritto nello *step 5*;
 - *step 5*: cessione sostanziale di tutti i rischi e benefici legati al possesso dell'attività. Come descritto in precedenza, la comprensione del trasferimento dei rischi e benefici è un aspetto cardine enunciato dal principio per stabilire il trattamento contabile e l'eventuale eliminazione dal bilancio. La Figura 2.5⁷⁷ sintetizza il trattamento contabile correlato a ciascuno scenario di trasferimento di rischi e benefici. La società può procedere alla *derecognition* solo nella misura in cui sia avvenuto il trasferimento sostanziale dei rischi e benefici relativi al possesso dell'*asset*. Il principio non indica un livello definito al quale si considera avvenuta la cessione sostanziale di rischi e benefici, ma si limita a stabilire delle linee guida: è pertanto necessario un alto grado di valutazione nell'applicazione del *risks and rewards test*. Quando risulta di difficile comprensione, il principio prescrive che la società valuti la propria esposizione alla variabilità dei flussi finanziari, in

⁷⁷ Deloitte, *Securitization Accounting*, cit.

termini temporali e quantitativi, a seguito della cessione e la confronti con l'esposizione esistente in precedenza: in caso di cambiamento significativo, c'è stato un trasferimento di rischi e benefici e la società deve precedere alla *derecognition*; viceversa, se non c'è stato un cambiamento significativo, la società deve mantenere in bilancio lo strumento, in quanto ha sostanzialmente conservato i rischi e i benefici.

Figura 2.5. – Risk and rewards test

	Situation	Accounting	
↑ More risk/rewards transferred to investors	Substantially all risks/rewards transferred	Derecognize old assets	
	Transferred and retained risks/rewards are both less than substantially all	Control passed – transferee can unilaterally sell entire asset	Recognize any new assets/liabilities
		Control retained	Recognize assets & liability up to continuing involvement level plus any retained interest
	Substantially all risks/rewards retained	Recognize all assets, proceeds are liability	

Fonte: Deloitte, *Securitization Accounting*, cit.

Per quanto attiene al *continuing involvement*, la società deve continuare a mantenere l'iscrizione dell'attività finanziaria in bilancio in base alla sua esposizione verso le variazioni di valore dello stesso. Ad esempio, come precedentemente esposto, se la società ha fornito una garanzia per l'inadempimento del debitore ceduto e questo rappresenta l'unico coinvolgimento residuo, l'attività è valutata al minore tra valore contabile dell'*asset* e importo della garanzia. La passività rilevata come corrispettivo della cessione, è valutata all'importo della garanzia, più il *fair value* della garanzia. Successivamente, il *fair value* della garanzia è rilevato nel conto economico, nell'esercizio in cui l'obbligazione è soddisfatta e il valore dell'attività è ridotto.

2.3.2. L'IFRS 10 e l'IFRS 12

L'IFRS 10 e l'IFRS 12 cosituiscono altri due principi che hanno dei riflessi sulle operazioni di *securutization*. L'IFRS 10 *Consolidated Financial Statements* disciplina le modalità di rappresentazione del bilancio consolidato e il trattamento contabile delle partecipazioni in società o enti controllate, collegate e joint venture. L'IFRS 12 *Disclosure of Interests in Other Entities* disciplina le informative riguardanti le partecipazioni in altre entità, che permettano

agli utilizzatori del bilancio di determinare la natura e i rischi connessi.

I principi sono stati emanati nel maggio del 2011 ed omologati da Regolamento UE nel dicembre 2012, per entrare in vigore dal gennaio 2013. L'obiettivo dell'IFRS 10 è fornire un unico modello per il bilancio consolidato che prevede il controllo come base per il consolidamento di tutti i tipi di entità, sostituendo lo IAS 27 *Consolidated and Separate Financial Statements for operating entities* e il SIC 12 *Consolidation – Special Purpose Entities*. Con l'emanazione del nuovo *standard*, lo IASB ha cercato di superare le debolezze dei principi previgenti, fortemente criticati in quanto consentivano, in un periodo caratterizzato da una forte crisi economica, di non inserire nell'area di consolidamento alcune società (che restavano *off balance sheet*⁷⁸).

Come accennato, il nuovo principio introduce un modello unico di controllo, con valore anche per le *Special Purpose Entities* (SPE), o *structured entities* così definite dal principio stesso. L'obiettivo perseguito dall'IFRS 10 è quello di definire dei principi per l'elaborazione e la presentazione del bilancio consolidato, nel caso in cui una società controlli uno o più entità diverse⁷⁹, come se ci si riferisse a un unico ente. La società controllante deve consolidare tutte le società sulle quali esercita un controllo. Ciò che cambia è proprio la definizione di controllo, il principio afferma che un investitore (*investor*) controlla un'entità oggetto di investimento (*investee*) quando è esposto a rendimenti variabili, o detiene diritti su tali rendimenti, derivanti dal proprio rapporto con la stessa e nel contempo ha la capacità di incidere su tali rendimenti esercitando il proprio potere su tale entità⁸⁰.

Al fine di identificare la posizione di controllo, l'*investor* deve essere in possesso di tre requisiti:

- il potere sull'entità oggetto di investimento; il potere viene descritto come il possesso di diritti che conferiscono all'investitore la capacità attuale di dirigere le *attività rilevanti*, ad esempio le attività che incidono in maniera significativa sui rendimenti dell'entità oggetto di investimento;
- l'esposizione, o i diritti, a rendimenti variabili derivanti dal rapporto con l'entità oggetto di investimento;
- la capacità di esercitare il proprio potere sull'entità oggetto di investimento per incidere sull'ammontare dei suoi rendimenti.

Per la definizione del soggetto in capo al quale risulta il controllo è neces-

⁷⁸ Ernst & Young (2012), *Challenges for banks and their structured entities in adopting and applying IFRS 10*.

⁷⁹ IASB, IFRS 10, par. 1, 2011.

⁸⁰ IASB, IFRS 10, par. 6 ss., 2011.

sario che vi sia un collegamento tra il potere e l'esposizione ai rendimenti variabili. Per constatare se un investitore ha una posizione di controllo su un *investee*, devono essere valutati lo scopo e la modalità di costituzione della partecipazione, al fine di determinare le attività rilevanti, come queste siano state decise e comprendere chi possa in effetti condurre tali attività e chi ne sia esposto ai rendimenti variabili⁸¹.

Il controllo è normalmente espresso dal possesso di strumenti rappresentativi del capitale, che consentano di ottenere sufficienti diritti di voto, come le azioni ordinarie. Tuttavia l'IFRS 10 chiarisce che questo non è il solo parametro in base al quale si stabilisce l'esistenza di un controllo su un'entità. Il principio esemplifica una serie di diritti che, singolarmente o cumulativamente, possono conferire il controllo:

- maggioranza dei diritti di voto, la controllante possiede più della metà dei diritti di voto;
- presenza di accordi contrattuali con altri titolari di diritti di voto;
- diritti di nomina o destituzione di dirigenti con responsabilità strategiche;
- controllo *de facto*;
- diritti di voto potenziali, sono diritti per l'ottenimento di diritti di voto di una partecipata, come quelli derivanti da strumenti finanziari convertibili od opzioni, inclusi i contratti *forward*.

L'IFRS 12 fornisce un esempio di quanto appena accennato definendo le entità strutturate, *structured entities*, come "entità configurate in modo che i diritti di voto, o diritti similari, non siano il fattore preponderante per stabilire chi controlla l'entità, come nel caso in cui i diritti di voto si riferiscano solo ad attività amministrative e le relative attività operative siano dirette mediante accordi contrattuali"⁸². Il principio elenca le caratteristiche principali di queste società:

- attività limitate;
- un obiettivo limitato e ben definito, come stipulare un contratto di leasing che comporti risparmi fiscali, svolgere attività di ricerca e sviluppo, reperire fonti di capitale o finanziamenti per un'entità o fornire opportunità d'investimento per gli investitori trasferendo loro i rischi e i benefici correlati alle attività dell'entità strutturata;
- patrimonio netto insufficiente per consentire all'entità strutturata di finanziare le proprie attività senza sostegno finanziario subordinato;

⁸¹ IASB, IFRS 10, par. B3 ss., 2011.

⁸² IASB, IFRS 12, par. B21 ss.

- finanziamenti, sotto forma di strumenti multipli legati contrattualmente, a quegli investitori che creano concentrazioni di rischio di credito o di altri rischi (tranche).

Il principio riporta alcuni casi di *structured entities*, a titolo esemplificativo, indicando i finanziamenti garantiti da attività, alcune categorie di fondi comuni di investimento e, soprattutto, le società tramite per le operazioni di cartolarizzazione. Le SPV, infatti, rispecchiano pienamente le caratteristiche sopra descritte. Il principio prevede che nell'informativa di bilancio siano rilevate le informazioni che consentano agli investitori di comprendere e di valutare a quali rischi la partecipata è esposta, se tali rischi siano trasferiti alle parti coinvolte e se gli investitori stessi ne siano esposti. La valutazione dei rischi non concerne solamente il rischio di contrarre delle perdite, ma anche la possibilità di ottenere benefici dall'andamento favorevole. Le informazioni richieste devono essere fornite anche nel caso in cui, in applicazione dell'IFRS 10, le SPV o *structured entities* non siano state incluse nell'area di consolidamento⁸³, al fine di garantire informazioni sui veicoli societari provando a fronteggiare alla mancata presenza dei dati degli stessi nel bilancio consolidato.

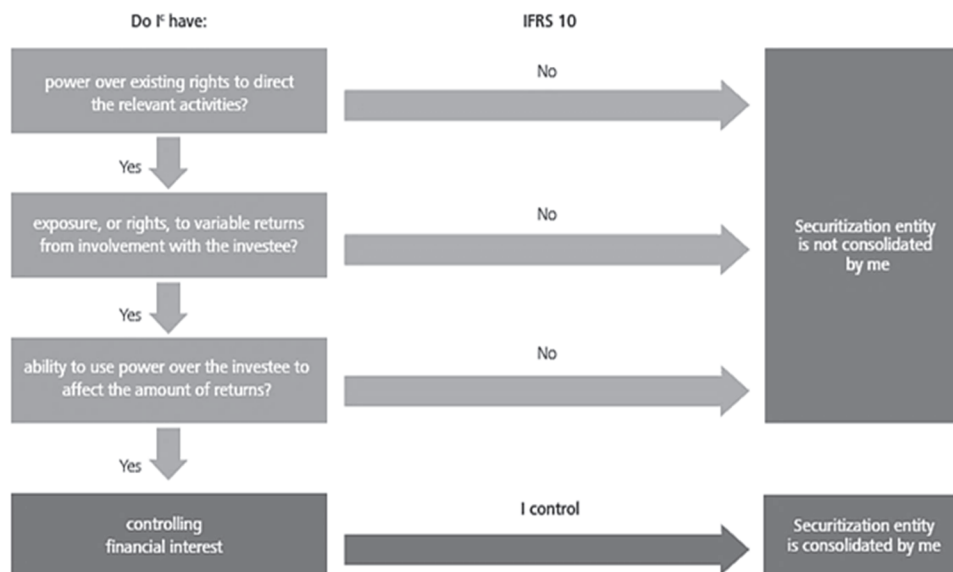
In precedenza, secondo quanto prevedeva il SIC 12, per comprendere ove vi fosse la necessità di includere nell'area di consolidamento una *structured entity*, la società doveva fare riferimento al possesso della maggioranza dei rischi e benefici: si guardava quindi all'esposizione della stessa alla variabilità dei flussi finanziari della società veicolo.

L'IFRS 10 ha introdotto un nuovo approccio per determinare se una SPV debba o meno essere inclusa nel bilancio consolidato. Il nuovo approccio indica che il controllo persiste se l'*investor* può influenzare le attività rilevanti della partecipata, essere esposto ai rendimenti variabili e deve esistere una stretta connessione tra detto potere e detti rendimenti, intesa come possibilità di esercitare il primo per influenzare i secondi. Pertanto, ne consegue che non sia più necessario fare riferimento al possesso della maggioranza dei rischi o all'esposizione alla variabilità dei flussi finanziari della partecipata: dunque, è possibile che alcune entità incluse nel bilancio consolidato ai sensi della normativa previgente, con l'applicazione dei nuovi principi non siano più comprese e viceversa⁸⁴.

⁸³ IASB, IFRS 12, par. 24 ss.

⁸⁴ PwC (2011), *Structured finance – accounting developments: Special purposes entities – Consolidation and Disclosure*.

Figura 2.6. – Framework IFRS 10 per consolidamento SPV



Fonte: PwC (2011), *Structured finance – accounting developments: Special purposes entities – Consolidation and Disclosure*.

Secondo l'IFRS 10, quando un investitore con diritti di assumere decisioni (entità con potere decisionale o *decision maker*) determina se controlla una partecipata, deve stabilire se è un principale o un agente. Un agente è una parte impegnata principalmente a operare per conto e per il beneficio di terzi, ovvero il principale, e, pertanto, non controlla la partecipata quando esercita la propria autorità decisionale⁸⁵. Un investitore può delegare a un agente la propria autorità decisionale su alcuni argomenti specifici o su tutte le attività rilevanti. Per stabilire se è un agente, un'entità con potere decisionale deve considerare la relazione generale tra se stessa, la partecipata amministrata e i terzi coinvolti nella partecipata; in particolare i fattori seguenti:

- l'ambito di applicazione della propria autorità decisionale sulla partecipata;
- i diritti detenuti da altre parti;
- la retribuzione a cui esso ha diritto secondo quanto stabilito dagli accordi retributivi;
- l'esposizione alla variabilità dei rendimenti derivanti da altri interessi detenuti nella partecipata.

⁸⁵ IASB, IFRS 10, par. B58 ss., 2011.

Nell'ambito della valutazione dell'autorità decisionale occorre considerare le attività consentite dagli accordi sul processo decisionale e la discrezionalità riguardante le decisioni su tali attività. Lo IASB ha optato per un approccio che non si limiti a considerare come agente un'entità con potere decisionale di ampiezza limitata: infatti, in questo caso molte partecipate, tra cui le società veicolo nelle operazioni di cartolarizzazione, non verrebbero consolidate, nonostante la presenza di una società che possiede un significativo interesse economico nella partecipata e una forte discrezionalità nel prendere decisioni sulle attività rilevanti⁸⁶. Il *decision maker* deve, dunque, considerare lo scopo e le modalità con cui la società è stata costituita, i rischi a cui essa è esposta in base alla sua costituzione, come ad esempio il rischio di credito del portafoglio di asset cartolarizzato, i rischi che trasferisce alle parti coinvolte e il livello di coinvolgimento dell'entità con potere decisionale nella configurazione della partecipata (SPV)⁸⁷.

Per determinare se un soggetto opera come agente, occorre fare riferimento al rapporto dell'entità con potere decisionale con altre parti. Il principio stabilisce come presunzione che se una parte detiene diritti sostanziali di destituzione e ha la facoltà di destituire il *decision maker* senza motivo, allora questo opera come agente⁸⁸. Nell'evenienza in cui questo potere venisse meno o, per essere esercitato, necessitasse di una pluralità di enti e una parte non possa esercitarlo senza il consenso delle altre, allora non si potrebbe identificare con l'accezione di agente tale ente. Il principio stabilisce anche che all'aumentare della remunerazione e della variabilità della stessa, in relazione ai rendimenti attesi, maggiore sarà la possibilità che si tratti dell'ente principale⁸⁹. La remunerazione di un agente dovrebbe infatti essere una commissione per le attività svolte (come ad esempio le attività di *servicing*), di modesta entità, perlopiù fissa e slegata dagli andamenti attesi della partecipata.

Infine, il principio stabilisce che nella valutazione il *decision maker* che possiede altri interessi nella partecipata deve considerare l'esposizione alla variabilità dei rendimenti derivanti dagli stessi. Occorre dunque valutare sia la dimensione della propria esposizione ai rendimenti nella partecipata, sia la dimensione della propria esposizione rapportata a quella di altri investitori e se la differenza possa influenzarne le azioni: la valutazione deve riguardare la totalità dell'esposizione relativa non solo alla variabilità dei rendimenti della

⁸⁶ Ernst & Young, *Challenges for banks*, cit.

⁸⁷ Deloitte, *Securitization Accounting*, cit.

⁸⁸ IASB, IFRS 10, par. B65, 2011.

⁸⁹ IASB, IFRS 10, par. B68, 2011.

partecipata, ma considerando anche la massima esposizione del *decision maker* relativa a tutti gli interessi che ha nella partecipata stessa⁹⁰. Si ritiene maggiormente plausibile che il *decision-maker* sia il principale qualora risultasse maggiore la sua esposizione.

Generalmente, le SPV sono costituite *ad hoc* tramite accordi legali e sono di solito vincolate alle decisioni e alle direttive imposte dai soggetti che le hanno costituite. Anteriormente alla costituzione sono spesso disposti tutti i diritti e tutte le obbligazioni, negando la possibilità che altri soggetti possano intervenire nella gestione. Per le SPV, quindi, non si fa riferimento ai diritti di voto per la definizione del controllo, ma il *decision maker* deve basarsi sui criteri sopra enunciati, basandosi sullo scopo e il motivo di costituzione di tale partecipata considerando anche i rischi a cui quest'ultima è esposta⁹¹.

⁹⁰ Ernst & Young, *Challenges for banks*, cit.

⁹¹ P. Pisoni, P.P. Biancone, D. Busso, M. Cisi (2015), *Il bilancio consolidato IFRS*, Giuffrè, Milano.

3.

Lo *Special Purpose Vehicle* (SPV)

3.1. Le caratteristiche

Lo *Special Purpose Vehicle* è un attore fondamentale nell'ambito del processo di cartolarizzazione e rende possibile l'intera operazione. Nel primo capitolo, analizzando tutti i soggetti coinvolti nelle operazioni di *securitization*, è stato spiegato il ruolo dello SPV e affrontato il tema dell'inquadramento nella normativa nazionale come "società per la cartolarizzazione dei crediti". Ricordiamo che lo SPV nelle cartolarizzazioni assume la veste di cessionario di un portafoglio di *asset* ed emette e colloca sul mercato i titoli rappresentativi dei crediti ceduti. Ricordiamo, inoltre, che la Legge 130/1999 prevede che questo sia lo scopo esclusivo di questo tipo di ente, precludendo ad esso l'esercizio di qualsiasi altra attività finanziaria, al fine di garantire gli investitori.

La presenza di uno SPV permette in concreto di separare gli attivi oggetto della cartolarizzazione dal bilancio dell'*originator* e risultando, dunque, una garanzia ulteriore per gli investitori, dal momento che il rischio dell'investimento in ABS dipende soltanto dal rischio di credito relativo al portafoglio ceduto ed è scisso dal merito creditizio dell'*originator*.

Si richiamano le funzioni principali dello SPV, che sono dunque le seguenti¹:

- trasferire i rischi relativi alle attività cartolarizzate sugli investitori;
- sottrarre dal generico rischio di impresa dell'*originator* i flussi di cassa prodotti dai suddetti beni;
- fungere da emittente degli ABS;
- essere il finanziatore diretto dell'*originator*.

¹ F. Pizzutilo (2002), *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, Giuffè, Milano, pp. 45-46.

Generalmente lo *Special Purpose Vehicle* possiede le seguenti caratteristiche²:

- ha una “capitalizzazione sottile” (*thin capitalization*);
- non sono presenti un management indipendente o impiegati;
- le funzioni amministrative sono svolte da un *trustee*, che deve seguire regole predeterminate, in particolare nella gestione dei flussi di cassa in entrata e dei flussi da distribuire, oltre alle quali non ci sono decisioni rilevanti da prendere;
- la gestione degli *assets* posseduti dallo SPV viene solitamente affidata a un *servicer*, con la stipula di specifico contratto;
- si tratta di una struttura il cui rischio di bancarotta è piuttosto remoto (sono definiti come *bankruptcy remote finance company*³).

Lo SPV deve essere costituito sotto forma di società di capitali e può essere una società collegata, controllata, oppure anche una *joint venture* dell'*originator*. Non è tuttavia escluso che lo SPV sia una società che non rispetta i requisiti del controllo o del collegamento e che, pertanto, non sia consolidata dall'*originator* nella redazione del bilancio.

Altre forme giuridiche previste sono il fondo comune di investimento, che hanno trovato diffusione per imposizione normativa in Francia e in Spagna, e il *trust*, proveniente, invece, dal mondo anglosassone. Il *trust* è un'entità, dotata di capitalizzazione minima, a cui sono affidati gli *assets* con l'esclusivo scopo di destinarli al rimborso degli investitori sottoscrittori dei titoli emessi. Il vincolo di destinazione impedisce sia le azioni sul patrimonio del *trust* da parte di terzi creditori del cedente (fiduciante), sia le azioni dei creditori del *trust* nei confronti del cedente. Una configurazione dell'operazione di *securitization* può prevedere che i titoli non siano emessi dal *trust*, che ricopre in questo caso solo il ruolo di cessionario, bensì da un soggetto terzo o dallo stesso *originator*.

Fino all'entrata in vigore della Legge 130/1999, a causa di limiti di natura civilistica e fiscale, la prassi italiana prevedeva l'utilizzo di una struttura più complessa dovuta all'intervento di due distinte figure: lo SPV, società italiana che si occupava esclusivamente dell'acquisto dei crediti da cartolarizzare, e la *Special Purpose Company*, società straniera che si occupava dell'emissione dei titoli incorporanti i crediti ceduti. Con la Legge 130/1999 il legislatore ha rego-

²G. Gorton, N.S. Souleles (2005), *Special Purpose Vehicles and Securitization*, “NBER Working Paper Series”.

³S.L. Schwarcz (1993), *Structured finance. A guide to principles of asset securitisation*, *Practising Law Institute*, Practising Law Institute, New York.

lamentato l'istituto della *securitization* creando una struttura più semplice ed efficace. Nel panorama italiano la forma più diffusa per la costituzione di SPV è quella della società di capitali. La forma giuridica del *trust* non si è infatti molto affermata in Italia a causa di lacune normative in merito al suo funzionamento e alla disciplina fiscale⁴, aspetti di cui l'ordinamento italiano non si è occupato, nonostante il trust sia stato recepito come forma giuridica attraverso la sottoscrizione della convenzione dell'AJA, accolta con la Legge 364/1989.

Generalmente, nel caso in cui lo SPV assuma la forma del *trust*, questo non svolge da intermediario, ma costituisce solo un veicolo finanziario per la realizzazione della separazione patrimoniale del portafoglio di attivi ceduti dalle altre attività del cedente. La Legge 130/1999 prevede la possibilità che ad emettere i titoli sia una società diversa dalla società cessionaria⁵. In questo caso, la seconda cessionaria emittente i titoli, così come la prima, deve avere come oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. La normativa limita le attività che può compiere lo SPV per tutelare gli investitori ed evitare l'eventualità che attività diverse possano accrescere il rischio legato all'operazione.

Lo SPV si deve limitare alla realizzazione della cessione, con lo scopo di concretizzare la separazione patrimoniale dall'*originator*, e alla raccolta di risorse finanziarie attraverso l'emissione di titoli. Le obbligazioni verso gli investitori sono garantite dai flussi di cassa derivanti dai crediti ceduti: la società emittente non risponde con il proprio patrimonio, ma con i frutti dell'operazione. Queste caratteristiche fanno sì che, per sua natura, lo SPV si distingua come entità che non necessita di una forte patrimonializzazione, avendo un basso rischio intrinseco, il cui unico scopo è quello di realizzare l'operazione di cartolarizzazione, con minori costi possibili e senza immobilizzo di capitali⁶. Anzi, proprio considerando l'obiettivo di contenere i costi dell'intera operazione, che prevede il coinvolgimento di un elevato numero di soggetti che devono essere remunerati, è opportuno che lo SPV sia strutturato in modo da non compromettere l'economicità, senza la necessità di apportare ingenti capitali da parte dei sottoscrittori, nel limite dei minimi previsti dalla normativa civilistica.

⁴G. Dossena (2000), *La gestione per progetti – project financing, asset securitization e venture capital per il risanamento e sviluppo dell'impresa*, Giuffrè, Milano.

⁵Il testo normativo, facendo riferimento alla società cessionaria, affianca espressioni del tipo "società emittente dei titoli se diversa", richiamandone dunque l'esistenza, ma senza specificarne natura, funzione ed attività.

⁶S. Rucellai (1995), *I problemi legati allo sviluppo della securitisation in Italia: prospettive di soluzione*, "Giurisprudenza commerciale".

Solitamente, lo SPV non è dotato di un management indipendente né di dipendenti propri. La società, infatti, non necessita di sviluppare propri processi decisionali, in quanto le scelte sono spesso già determinate a monte, in fase di costituzione. Il soggetto dotato di potere decisionale è lo stesso *originator*, dal cui organico viene nominato il management dello SPV. L'attività di gestione degli *assets* ceduti dall'*originator* allo SPV è condotta dal *servicer*. Questi si occupa della riscossione dei crediti ceduti e dell'effettuazione di tutti i servizi di cassa e di pagamento connessi all'operazione, rendicontando la propria attività. L'attività di *servicing* può essere affidata ad un soggetto terzo, che deve essere una banca o un intermediario finanziario ma, sempre in ottemperanza all'esigenza dell'*originator* di contenere i costi, ed essendo le operazioni di cartolarizzazione quasi esclusivamente svolte da intermediari finanziari, viene più spesso svolta dall'*originator* stesso allo scopo di percepirne la commissione. Inoltre, in questo modo, l'*originator* ha il vantaggio di continuare a mantenere i rapporti commerciali coi clienti ceduti.

Ultima peculiarità dello SPV è quella di essere una *bankruptcy remote finance company*, ovvero una entità il cui rischio di bancarotta è considerato piuttosto remoto. Ciò accade quando il rischio di fallimento associato all'entità è così basso da non avere impatto sul rating assegnato allo SPV⁷. Grazie alla separazione patrimoniale, in caso di fallimento dell'*originator*, le attività dello SPV non subiscono conseguenze⁸. L'agenzia di rating ha il compito di valutare la bontà delle ABS e di assegnare un *rating* ai titoli emessi nell'ambito dell'operazione di *securitization*. Il giudizio di *rating* è un'informazione essenziale a disposizione degli investitori. Le best in class tra le agenzie di *rating* sono senza dubbio quelle americane. L'approccio adottato da *Moody's* divide i criteri per definire lo SPV come *bankruptcy remote* in base alla tipologia di bancarotta, involontaria o volontaria, e al rischio legato all'eventuale consolidamento. In particolare, si considera che lo SPV non può subire bancarotta involontaria, cioè richiesta da terzi, se possiede determinate caratteristiche, quali attività limitate, gestione indipendente, divieto di contrarre obbligazioni secondarie, presenza di attività che non generano debiti fiscali, assenza di obbligazioni relative ad attività precedenti e possesso delle licenze ed autorizzazioni necessarie⁹. Viene inoltre considerato remoto il rischio di bancarotta involontaria quando i creditori della società abbiano accettato tra le

⁷ Moody's (2014), *Moody's publishes methodology for assessing bankruptcy remoteness of special purpose entities*.

⁸ S.H. Baker (2014), *Unmasking Project Finance: Risk Mitigation, Risk Inducement, and an Invitation to Development Disaster*, William S. Hein & Co. Inc. Editor, Getzville, NY.

⁹ Moody's, *Moody's publishes methodology*, cit.

clausole contrattuali il divieto di ricorrere a questo strumento oppure quando risulti altamente improbabile la richiesta di fallimento. Per quanto riguarda la bancarotta volontaria, ovvero richiesta direttamente dalla società, il rischio è remoto quando la gestione è indipendente, è improbabile che soci e amministratori abbiano incentivi a causare il fallimento, è improbabile che la società possa versare in una situazione finanziaria tale da presentare istanza di fallimento. Sotto il profilo del consolidamento, l'agenzia di *rating* ritiene che la probabilità di fallimento sia influenzata dal quadro normativo applicabile: se il veicolo non rientra nell'area di consolidamento di un gruppo, allora non può essere coinvolto nel fallimento del gruppo stesso e permette di mantenere la separazione patrimoniale, viceversa se è previsto consolidamento, i diritti dei vari creditori potrebbero essere differenti e in conflitto¹⁰.

A differenza di *Moody's*, *Standard & Poor's*, altra delle principali agenzie di *rating*, non effettua una scissione tra le diverse tipologie di *default* nell'individuazione dei criteri. I parametri indicati, alcuni in comune con *Moody's*, sono le restrizioni negli obiettivi e nei poteri, limitazioni nell'indebitamento, la presenza di amministratori indipendenti, limitazioni ad iniziative di fusione o riorganizzazione, limitazioni negli emendamenti di documenti organizzativi, la separazione e i diritti di garanzia sugli *assets*¹¹. La restrizione dell'autonomia dello SPV è inversamente proporzionale al rischio: se la società veicolo non può svolgere attività non correlate all'operazione di *securitization*, il giudizio non può essere influenzato dagli effetti che le attività ulteriori potrebbero avere sul capitale della stessa e sulla capacità di rimborsare capitale ed interessi agli investitori; allo stesso modo una restrizione sulla capacità di indebitamento minimizza il rischio di insolvenza e aumenta il *rating*. La presenza di amministratori indipendenti tutela gli interessi degli investitori e ciò riduce il rischio di un *default* richiesto volontariamente in risposta ad un interesse della società controllante, che potrebbe avere un interesse dal fallimento: il rischio diminuisce tanto più se lo statuto prevede il potere di veto da parte degli amministratori indipendenti in tema di istanza di fallimento. La limitazione nelle iniziative di fusione e riorganizzazione deve essere letta come capacità di preservare il *rating* del veicolo, evitando di consolidare entità con un rischio di *default* maggiore. Infine, anche *S&P* ritiene fondamentale la separazione tra *originator* e *SPV*, in quanto, a seconda dell'ordinamento giuridico, il consolidamento può comportare rischi di coinvolgimento di *assets* e patrimonio del veicolo in caso di *default* di altre entità.

¹⁰ Watson Farley & Williams (2017), *An overview of bankruptcy remote structures*.

¹¹ Standard & Poors (2013), *Europe Asset Isolation and Special-Purpose Entity Criteria--Structured Finance*.

Il giudizio di *rating* è un'espressione sintetica del rischio di insolvenza rilasciato da un ente, determinato sulla base di parametri ritenuti significativi dall'ente stesso, che possono variare da un'agenzia all'altra, ma che costituiscono comunque indizi e devono essere valutati nel loro complesso.

3.2. Il bilancio delle SPV

La disciplina del bilancio per le società per la cartolarizzazione dei crediti, a seguito dei D.Lgs. 136/2015 e 139/2015, prevede una distinzione tra SPV tenute all'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS e SPV non tenute all'applicazione dei suddetti principi.

Le SPV IAS/IFRS risultano regolamentate dalle istruzioni della Banca d'Italia emanate a seguito del D.Lgs. 38/2005; le SPV non IAS/IFRS sono soggette al D.Lgs. 87/1992, in applicazione del quale è stato emanato il Provvedimento del 29 marzo 2000 della Banca d'Italia. Come si è precedentemente accennato, l'applicazione dei principi contabili internazionali è divenuta obbligo per alcune categorie di società, ovvero quelle emittenti titoli quotati nei mercati regolamentati, mentre è rimasta facoltativa per le SPV ricompresi nell'ambito di un consolidato IAS/IFRS. La Legge di bilancio 2019, Legge 132/2018, all'art. 1, comma 1070 ha previsto la facoltà, e non più l'obbligo, di applicazione dei principi contabili internazionali per gli intermediari finanziari i cui titoli non siano negoziati in mercati regolamentati a partire dall'esercizio 2018.

Il D.Lgs. 136/2015 ha abrogato il D.Lgs. 87/1992, creando un vuoto normativo per la seconda categoria (SPV non IAS/IFRS). Inoltre, nelle versioni successive del documento "Il bilancio degli intermediari IFRS diversi dagli intermediari bancari" sono stati eliminati tutti i riferimenti alle SPV, privando anche la prima categoria (SPV IAS/IFRS) del riferimento normativo direttamente applicato nei propri bilanci.

Al vuoto normativo venutosi a creare per effetto delle modifiche intervenute, le società per la cartolarizzazione dei crediti hanno sopperito continuando perlopiù ad applicare la normativa precedente, per garantire comparabilità di bilanci agli investitori¹².

¹² Credito Finance 8 S.r.l., Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017.

Marche mutui 2 società per la cartolarizzazione a r.l., Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2018.

3.2.1. *Il Provvedimento del 29 marzo 2000*

In materia di redazione del bilancio di esercizio, le società per la cartolarizzazione dei crediti erano tenute ad osservare le disposizioni previste dal D.Lgs. n. 87/1992 e dai relativi provvedimenti attuativi¹³. Dette disposizioni non contenevano però una disciplina specifica delle operazioni di cartolarizzazione: la Banca d'Italia ha dunque emanato un Provvedimento il 29 marzo 2000, per fornire indicazioni in merito alle modalità cui dovevano attenersi le SPV nella predisposizione del bilancio di esercizio.

La Legge 130/1999 all'art. 3 stabilisce che i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono un patrimonio separato da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Pertanto, nelle disposizioni della Banca d'Italia si richiedeva che:

- le informazioni contabili relative a ciascuna operazione di cartolarizzazione trovassero separata evidenza in appositi allegati alla nota integrativa;
- gli allegati dovessero contenere tutti i dati di carattere qualitativo e quantitativo necessari per una rappresentazione chiara e completa di ciascuna operazione.

Il provvedimento prevedeva che le società per la cartolarizzazione dei crediti (SPV) previste dalla Legge 130/1999 rilevassero i crediti ceduti, i titoli emessi e le altre operazioni compiute nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione in nota integrativa. Lo stato patrimoniale e il conto economico della società veicolo, pertanto, non erano influenzati dalle vicende relative ai crediti, sia con riferimento alla quota capitale sia per quanto riguardava gli interessi attivi, appartenenti al patrimonio separato. In particolare, le SPV erano tenute ad indicare, distinte per singola operazione:

- l'importo dei crediti acquistati (valore nominale e di cessione);
- l'importo dei titoli emessi, distinguendo per classi di titoli con relativo grado di subordinazione.

La nota integrativa si componeva di quattro parti:

- Parte A: criteri di valutazione;
- Parte B: informazioni sullo stato patrimoniale;
- Parte C: informazioni sul conto economico;
- Parte D: altre informazioni.

Il Provvedimento indicava che le informazioni richieste andassero inserite

¹³ Banca d'Italia, Provvedimento del 31 luglio 1992.

all'interno della Parte D: altre informazioni. In particolare, era richiesta, per ciascuna operazione, la predisposizione di un apposito allegato in cui riportare le informazioni minime richieste. Le società potevano inoltre inserire nell'allegato tutte le ulteriori informazioni ritenute utili per una rappresentazione completa dell'operazione, ferma restando l'esigenza di evitare che l'eccessivo contenuto informativo diminuisse la chiarezza e l'immediatezza informativa del documento.

Il prospetto è il seguente ¹⁴:

A) *Situazione al 31/12/...*

Prospetto riassuntivo delle attività cartolarizzate e dei titoli emessi

	(T)	(T - 1)
A. Attività cartolarizzate A1) crediti A2) titoli A3) altre (da specificare)		
B. Impiego delle disponibilità rivenienti dalla gestione dei crediti B1) Titoli di debito B2) titoli di capitale B3) altre (da specificare)		
C. Titoli emessi C1) titoli di categoria A C2) titoli di categoria B C3) (da specificare) D. Finanziamenti ricevuti (da specificare) E. Altre passività (da specificare)		
F. Interessi passivi su titoli emessi * G. Commissioni e provvigioni a carico dell'operatore * G1) per il servizio di servicing G2) per altri servizi (da specificare) H. Altri oneri (da specificare)		
I. Interessi generati dalle attività cartolarizzate * L. Altri ricavi (da specificare)		

* Voci da compilare secondo il principio della competenza economica.

La voce A) comprende gli *asset* oggetto di cartolarizzazione, classificati a seconda che si trattino di crediti, titoli o altre tipologie di attivi da specificare.

La voce B) espone gli impieghi relativi ai flussi di cassa provenienti dalla

¹⁴ Banca d'Italia, Provvedimento del 29 marzo 2000.

gestione dei crediti: le liquidità generate possono essere impiegate per l'investimento in titoli di debito, titoli di capitale o in altre tipologie di impieghi.

Nella voce C) sono riportati i titoli ABS emessi dalla società veicolo, distinte tra le varie categorie di titoli col rispettivo valore. Le altre fonti di finanziamento dello SPV vanno indicate nelle voci D) ed E), dove sono collocati rispettivamente i finanziamenti ricevuti a qualunque titolo e le altre passività, quali ad esempio i debiti non costituiti da finanziamenti verso l'*originator*.

Le rimanenti voci sono rappresentative dei componenti positivi e negativi di reddito, che devono essere rilevate secondo la competenza economica. La voce F) indica gli interessi passivi derivanti dai titoli emessi e che lo SPV deve corrispondere agli investitori. La voce G) comprende le commissioni e le provvigioni passive relative all'operazione da corrispondere per l'attività di *servicing*, nonché a tutti i soggetti che intervengono per fornire servizi rilevanti nell'ambito dell'operazione di *securitization*, quali ad esempio l'agenzia di *rating*, la *merchant bank* o il *credit enhancer*. La voce H) raggruppa invece tutti i costi residuali riconducibili all'operazione, come ad esempio gli oneri finanziari derivanti da forme di finanziamento diverse dal collocamento dei titoli o eventuali perdite su crediti.

Per quanto concerne i componenti positivi, la voce I) indica gli interessi attivi generati dal portafoglio di attività oggetto di cartolarizzazione, ovvero quelli incassati dai debitori ceduti. La voce L) ha carattere residuale e riporta i proventi non riconducibili agli *assets* cartolarizzati, ad esempio gli interessi attivi derivanti dagli impieghi di liquidità, esposti nella voce B).

Il Provvedimento indicava anche un contenuto minimo di informazioni di natura qualitativa e quantitativa da riportare nella nota integrativa.

B) Informazioni qualitative

Le informazioni qualitative da fornire erano almeno:

1. Descrizione dell'operazione e dell'andamento della stessa.

Devono essere indicate la data dell'operazione, la denominazione, la forma giuridica e la sede sociale del cedente, l'importo dell'operazione (valore nominale delle attività cartolarizzate, valore di cessione, natura e qualità dei crediti ceduti, ecc.), nonché la circostanza che oggetto della cartolarizzazione sono crediti futuri. Per i crediti futuri è necessario fornire indicazioni anche in ordine ai rapporti contrattuali sottostanti.

2. Indicazione dei soggetti coinvolti.

Devono essere precisati i soggetti coinvolti a vario titolo nell'operazione (*servicer*, *back-up servicer*, ente incaricato della custodia dei con-

tratti, ...). Deve essere inoltre indicata l'esistenza di rapporti e obblighi tra il cedente e:

- la società cessionaria;
- la società emittente i titoli, ove diversa;
- gli altri soggetti coinvolti a vario titolo nell'operazione.

3. Caratteristiche delle emissioni.

Devono essere descritte le varie emissioni, indicando almeno: le ripartizioni dei titoli per *tranche*, i *rating* attribuiti (sia il *rating* iniziale sia – se esistente – l'ultimo *rating* attribuito), l'eventuale quotazione in un mercato regolamentato, le scadenze, le condizioni di tasso, gli ordini di priorità nel rimborso di capitale ed interessi, nonché gli eventuali ulteriori eventi relativi al rimborso. Con riferimento al *rating* deve essere inoltre precisato: l'indicazione della/e società che lo ha rilasciato, le modalità con cui è stato attribuito, il significato dei giudizi e la periodicità della revisione.

4. Operazioni finanziarie accessorie.

Descrizione delle operazioni finanziarie accessorie poste in essere (contratti di garanzia, presenza di linee di liquidità, *credit enhancement*, contratti derivati stipulati per la gestione dei rischi di tasso, di cambio, ecc.).

5. Facoltà operative della società cessionaria.

Devono essere fornite indicazioni in ordine alle facoltà operative della società cessionaria e, se diversa, della società emittente i titoli (facoltà di impiegare la liquidità, di cedere i crediti acquistati, ecc.).

C) *Informazioni quantitative*

Le informazioni quantitative da fornire erano almeno:

1. Dati di flusso relative ai crediti.

Devono essere indicate:

- la situazione iniziale delle attività cartolarizzate al momento della cessione;
- le variazioni in aumento (interessi maturati, eventuali crediti acquistati, ecc.) e le variazioni in diminuzione (incassi, ecc.) complessivamente intervenute fino alla chiusura dell'esercizio antecedente a quello di riferimento;
- le variazioni in aumento e in diminuzione intervenute nel corso dell'esercizio;
- la situazione a fine esercizio.

2. Evoluzione dei crediti scaduti.

Per i crediti giunti a scadenza e non ancora riscossi deve essere indicata:

- la situazione a inizio periodo, gli incrementi (nuovi ingressi, interessi di mora, ecc.), i decrementi (incassi, altre variazioni, ecc.), la situazione a fine esercizio;
- l'andamento degli stessi, le iniziative intraprese e le prospettive di recupero.

3. Flussi di cassa.

Devono essere indicati i flussi di liquidità verificatisi nell'esercizio: incassi (da crediti, da linee di garanzia, da linee di liquidità, da titoli in portafoglio, da contratti derivati, ecc.), pagamenti (rimborsi ai detentori dei titoli, rimborsi su linee di garanzia, su linee di liquidità, oneri su contratti derivati, ecc.); deve essere evidenziato se tali dati sono in linea con le previsioni effettuate. In caso di scostamenti significativi devono essere indicate le motivazioni.

Occorre, inoltre, fornire indicazioni in ordine ai flussi di cassa previsti per l'anno successivo.

4. Situazione delle garanzie e delle linee di liquidità.

In questa voce devono essere indicate le posizioni nei confronti dei soggetti che concedono garanzie o che hanno messo a disposizione linee di liquidità per il servizio dell'operazione di cartolarizzazione.

Le informazioni devono essere fornite separatamente per ciascuna controparte.

5. Ripartizione per vita residua.

Devono essere indicati gli attivi cartolarizzati (ripartiti tra crediti, titoli e altre attività) e i debiti (ripartiti tra titoli, finanziamenti e altre attività) in essere a fine esercizio in funzione della loro vita residua (fino a tre mesi; da 3 mesi a 1 anno; da 1 a 5 anni; oltre i 5 anni).

6. Ripartizione per localizzazione territoriale.

Devono essere indicati gli attivi cartolarizzati (ripartiti tra crediti, titoli e altre attività) in essere a fine esercizio distinti per Stato di residenza del debitore e per valuta di denominazione.

7. Concentrazione del rischio.

Devono essere fornite informazioni dettagliate relative al grado di frazionamento del portafoglio.

In particolare, vanno indicate almeno: il numero delle posizioni e l'importo totale dei crediti ripartiti tra le seguenti fasce di importo:

- tra 0 e 50 milioni;

- tra 50 e 150 milioni;
- tra 150 e 500 milioni;
- oltre i 500 milioni.

Andrà inoltre indicato il numero e l'importo di singoli crediti di valore superiore al 2% del totale dei crediti in portafoglio.

Come già accennato, le società potevano inserire ulteriori informazioni ai fini di una rappresentazione completa dell'operazione, a condizione che la mole di informazioni non diminuisse la chiarezza e l'immediatezza informativa del documento.

3.2.2. Le istruzioni per la redazione dei bilanci degli intermediari finanziari, delle SGR e delle SIM

Come già accennato in precedenza, per le SPV che applicano i principi contabili internazionali il documento di riferimento erano le istruzioni per la redazione dei bilanci degli intermediari finanziari, rilasciate periodicamente dalla Banca d'Italia. Tuttavia, a seguito delle modifiche normative intervenute, nelle versioni successive al 2014 sono scomparsi tutti i riferimenti alle SPV, creando una lacuna nel quadro di riferimento. Occorre pertanto richiamare la normativa precedente.

Le istruzioni per la redazione dei bilanci degli intermediari finanziari emanate dalla Banca d'Italia prevedevano che le società per la cartolarizzazione dei crediti (SPV) previste dalla Legge n. 130/1999 rilevassero i crediti ceduti, i titoli emessi e le altre operazioni compiute nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione in nota integrativa. Analogamente a quanto visto nel precedente paragrafo, gli schemi di bilancio della società veicolo, pertanto, non erano influenzati dalle vicende relative ai crediti, sia con riferimento alla quota capitale sia per quanto riguardava gli interessi attivi, appartenenti al patrimonio separato.

Le indicazioni contenute nel documento erano esattamente analoghe a quelle evidenziate nel paragrafo precedente, contenute nel Provvedimento del 29 marzo 2000, richiamando il medesimo contenuto informativo minimo da riportare in nota integrativa. Sono dunque uguali sia il prospetto informativo riassuntivo delle attività cartolarizzate e dei titoli emessi, sia le informazioni di natura qualitativa e quantitativa da inserire nella nota integrativa.

4.

Aspetti normativi, fiscali ed informativi dell'operazione

4.1. Gli aspetti normativi dell'operazione

Come già accennato nei capitoli precedenti, la *securitization* si è sviluppata in Italia con ritardo rispetto alla diffusione della stessa in altri paesi europei, quali Inghilterra, Spagna e Francia¹. Nel nostro paese la diffusione della *securitization* si scontrava in precedenza con problemi di carattere legislativo, soprattutto nella fase di emissioni dei valori mobiliari, per cui, per effetto della normativa civilistica, era imposto uno stretto rapporto con il patrimonio della società². Nel nostro ordinamento, infatti, il patrimonio societario³ assume una funzione di garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi e questo limite avrebbe comportato per le SPV emittente la necessità di una forte capitalizzazione, rappresentando un enorme ostacolo per la riuscita dell'operazione in quanto antieconomica e non competitiva.

Alla luce delle sopra esposte difficoltà, in Italia la *securitization* era applicata per mezzo di complicate forme contrattuali, imperniate sull'intervento di soggetti di diritto estero. Il processo era generalmente separato attraverso la costituzione di due SPV:

- SPV di nazionalità italiana qualificata come società di *factoring*, che acquistava pro soluto i crediti ceduti dall'*originator*;
- SPV di nazionalità estera, che effettuava l'emissione di ABS ed erogava

¹J. Fell, M. Grodzicki, D. Krusec, R. Martin, E. O'Brien (2017), *Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms*, "Financial Stability Review ECB".

²Art. 2412 c.c. e art. 11 T.U.B.

³Si veda, tra gli altri, F. Bava, F. Doni, R. Fasiello, G. Giovando (2018), *Gli effetti del nuovo sistema valutativo sul patrimonio netto e sulle sue componenti*, in AA.VV., *Bilancio e Principi Contabili*, Franco Angeli, Milano, p. 320 ss.

allo SPV italiano un finanziamento rimborsabile secondo i flussi finanziari derivanti dal *pool* di *assets* ceduto.

La mancanza di una normativa *ad hoc* ha dunque imposto l'utilizzo di complesse strutture, che prevedevano una doppia cessione di crediti, basate sull'intervento di soggetti *off-shore* e con l'applicazione per analogia di normative già esistenti, come quella relativa al *factoring*.

Per porre rimedio a queste criticità e per normare la materia, il legislatore ha emanato la Legge 130/1999, volta a disciplinare specificamente le operazioni di cartolarizzazione, con la quale è stato espressamente previsto, ad esempio, che l'emissione di titoli nell'ambito di un'operazione di *securitization* non soggiace ai limiti previsti dall'art. 2412 c.c. L'obiettivo del provvedimento era di delineare le caratteristiche fondamentali dell'operazione, lasciando ampia autonomia contrattuale agli operatori economici, mutuando molte delle esperienze maturate in precedenza nell'ambito internazionale.

4.2. La Legge 130/1999

Come già accennato precedentemente il legislatore italiano ha inteso disciplinare la cartolarizzazione emanando un provvedimento specifico, la Legge 130/1999, senza tuttavia schematizzare rigidamente l'operazione e lasciando ampia autonomia alle parti. La Legge si compone di pochi articoli, dodici, che disciplinano l'ambito di applicazione, la struttura del processo, le società per la cartolarizzazione, gli aspetti fiscali, le condizioni e i requisiti per la cessione dei crediti, la comparabilità con altri tipi di operazioni e i casi particolari.

Nel primo articolo viene definito l'ambito di applicazione, ovvero le operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco. Con la cessione di crediti futuri si intende quella riguardante crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente⁴. Per quanto concerne l'individuazione in blocco dei crediti, viene definita come l'insieme dei crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l'omogeneità giuridico-finanziaria degli stessi⁵.

Il cessionario deve essere una società veicolo, di cui all'art. 3, e le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti devono essere destinate in via

⁴ Art. 1, comma 1, lett h), decreto del Ministro del Tesoro 13 maggio 1996, modificato dall'art. 2 del decreto del Ministro del Tesoro 4 aprile 2001.

⁵ Art. 1, comma 1, lett. g) del decreto del Ministro del Tesoro 13 maggio 1996.

esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione.

I titoli emessi, chiarisce l'art. 2, sono strumenti finanziari, cui si applicano dunque le disposizioni del D.Lgs. 58/1998, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Esso stabilisce, inoltre, che la società cessionaria o la società emittente i titoli, se diversa dalla società cessionaria, deve redigere il prospetto informativo, argomento che verrà trattato più nel dettaglio in un paragrafo successivo.

Le società per la cartolarizzazione dei crediti sono trattate all'interno dell'art. 3. Come già esaminato nei precedenti capitoli, le società cessionaria, o la società emittente titoli se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. I crediti relativi a ciascuna operazione, ovvero sia i crediti vantati nei confronti del debitore o dei debitori ceduti, sia ogni altro credito maturato dalla società nel contesto dell'operazione, i relativi incassi e le attività finanziarie acquistate con i medesimi costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi. La norma intende incentivare l'impiego della *securitization*, favorendo la segregazione patrimoniale, rendendo cioè il *pool* di crediti ceduti un patrimonio separato dello SPV aggregabile solo dai portatori di titoli.

Le somme incassate dalla SPV possono essere utilizzate esclusivamente per il soddisfacimento di crediti vantati dai portatori dei titoli, nonché per il pagamento degli altri costi dell'operazione.

Le modalità e l'efficacia della cessione dei crediti è disciplinata nell'art. 4, cui si applicano le disposizioni contenute nell'art. 58 T.U.B. La cessione assume efficacia nei confronti dei terzi dalla data della pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione nella Gazzetta Ufficiale; a tutela degli investitori è inoltre previsto che dalla stessa non sono più concesse azioni per conto di creditori differenti da quelli che possiedono i titoli emessi. Ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società cessionaria non si applicano gli artt. 65 e 67 del R.D. 267/1942, ovvero le disposizioni in materia di azione revocatoria fallimentare, con riduzione dei termini per l'esercizio dell'azione. La ratio della norma è accentuare in misura maggiore la segregazione patrimoniale di cui si è detto in precedenza.

L'emissione dei titoli a fronte dei crediti acquisiti è normata nell'art. 5. La disciplina applicabile, cui la Legge rinvia, è quella prevista dagli artt. 129 e 143 T.U.B. Alle emissioni non si applicano il divieto di raccolta di risparmio

tra il pubblico previsto dall'art. 11, comma 2, T.U.B., né i limiti quantitativi alla raccolta prescritti dalla normativa vigente e non trovano applicazione gli articoli dagli artt. 2410 al 2420 c.c. Lo scopo è quello di favorire l'operazione che rischierebbe di diventare anti-economica in caso contrario, a causa dell'elevato impiego di capitali che richiederebbe la società veicolo per rispettare i suddetti limiti.

Gli aspetti della disciplina contabile e, soprattutto, fiscale, per i quali si rinvia ai paragrafi successivi per una trattazione più approfondita sono riportati nell'art. 6. Invece, nell'art. 7 viene previsto che le disposizioni contenute nella Legge si applichino, in quanto comparabili, sia alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento al soggetto cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittenti i titoli, avente per effetto il trasferimento del rischio inerente ai crediti nella misura e alle condizioni concordate, sia alle cessioni a fondi comuni di investimento, sia alle operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla titolarità di beni immobili, beni mobili registrati e diritti reali o personali aventi ad oggetto i medesimi beni.

Nonostante il panorama nazionale sia caratterizzato da operazioni di *securitization* di tipo tradizionale, il legislatore si è preoccupato di considerare anche operazioni più innovative, introducendo ad esempio gli artt. 7-bis e 7-ter, che disciplinano le *covered bond*, ovvero le obbligazioni bancarie garantite. L'operazione di *covered bond* ha ad oggetto la cessione da parte dell'*originator* di parte dell'attivo in favore di uno SPV, che la acquista attraverso un prestito emesso o garantito dalla banca stessa, e la successiva emissione di titoli. Le attività cedibili sono i crediti fondiari e ipotecari, i crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime e titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura. I crediti ed i titoli acquistati e le somme corrisposte dai relativi debitori sono destinati al soddisfacimento dei diritti dei portatori delle obbligazioni, nonché al pagamento degli altri costi dell'operazione, in via prioritaria rispetto al rimborso dei finanziamenti.

Come già accennato, nel corso degli anni la Legge è stata oggetto di modifiche al fine di adeguare la normativa ai continui cambiamenti dei mercati finanziari. Uno degli interventi più significativi è stato quello operato dal D.L. 18/2016, convertito dalla Legge 49/2016, in tema di cartolarizzazione di prestiti in sofferenza, non *performing loans*⁶. I non *performing loans* (NPL) sono crediti, diversi da quelli utilizzati per la negoziazione, scaduti da oltre 90 gior-

⁶ Bankitalia (2017), *I crediti deteriorati* (Non-Performing Loans – NPLs) *del sistema bancario italiano*.

ni, quelli per i quali il debitore non riesce ad adempiere alle proprie obbligazioni, i crediti in *default* e quelli che hanno subito una diminuzione di valore. Gli studi hanno dimostrato come la cartolarizzazione dei crediti deteriorati delle banche abbia prodotto una riduzione del loro rischio sistemico⁷.

Il decreto ha previsto la possibilità di rilasciare una garanzia pubblica (GACS) al fine di favorire le operazioni di cartolarizzazione per crediti deteriorati all'interno dei bilanci bancari⁸. Il decreto ha fissato le caratteristiche fondamentali delle attività per cui era richiesta la garanzia, definendo la struttura dell'operazione in maniera più rigida rispetto alla Legge 130/1999, a compensazione della richiesta della garanzia⁹.

Più recentemente, il D.L. 50/2017 ha introdotto ulteriori modifiche per agevolare ulteriormente la cessione di crediti deteriorati. Il decreto ha introdotto nell'ambito della Legge 130/1999 l'art. 7.1, che disciplina la cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari¹⁰.

Tale articolo, infatti, prevede che le SPV possano concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in *bonis* del debitore ceduto. Ulteriori attività consentite alle SPV sono l'acquisizione e la sottoscrizione di azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e la concessione di finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in *bonis* del debitore ceduto, nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il soggetto cedente. Il legislatore nel decreto si è inoltre proposto di eliminare altri vincoli che impedivano la cartolarizzazione di alcune categorie di NPL¹¹. È stato infatti prevista la possibilità di costituire società veicolo che abbiano lo scopo di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, direttamente o attraverso una o più ulteriori società

⁷ A. Iglesias-Casal, M.C. Lopez-Penabad, C. Lopez-Andion, J.M. Maside-Sanfiz (2020), *Securitization, financial stability and effective risk retention. A European analysis*, "PLoS ONE", Vol. 15, n. 2, e0228141, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0228141>.

⁸ A. Pilati (2017), *Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità*, *Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia*.

⁹ D. Albamonte (2017), *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti*, "Note di stabilità finanziaria e vigilanza", n. 10, luglio.

¹⁰ M. Mazzuca (2015), *Cartolarizzazioni bancarie in Italia: nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano.

¹¹ EBA (2017), *Draft Guidelines on management of non-performing and forborne exposures*, consultation paper, pp. 1-26, BCE (2018), *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, "Working Paper Vigilanza bancaria", pp. 1-18.

veicolo d'appoggio, autorizzate ad assumere, totalmente o parzialmente, il debito originario, i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione (REOCO-Real Estate Owned Companies)¹².

4.2.1. Il Regolamento UE 2017/2402

In ambito comunitario la norma di riferimento in tema di cartolarizzazione è il Regolamento UE 2017/2402, entrato in vigore a partire dal 1° gennaio 2019. Con questo intervento normativo il legislatore comunitario è voluto intervenire per armonizzare alcuni aspetti fondamentali che costituiscono le operazioni di *securitization*, trasversali nelle diverse normative nazionali, quali ad esempio le attività di due *diligence*, il mantenimento del rischio, la trasparenza e la vigilanza. Altro obiettivo che ha ispirato il legislatore è stata la creazione di una nuova disciplina in materia di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, le STS.

Analizzando brevemente i principali temi toccati dal Regolamento, occorre partire dalla definizione di cartolarizzazione e dall'ambito di applicazione della normativa. L'art. 2 definisce 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 le seguenti caratteristiche:*

- *i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o dello schema dipendono dalla performance dell'esposizione o del portafoglio di esposizioni;*
- *la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema;*
- *l'operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013¹³”.*

¹²DALA PIPER, DCM – Structured Finance & Tax Italy (2019), *Recenti modifiche alla Legge sulla Cartolarizzazione dei crediti Recenti modifiche alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, Analisi delle novità introdotte dal Decreto Crescita, maggio.

¹³“Nell'ambito della classe delle esposizioni verso imprese di cui al paragrafo 2, lettera c), gli enti distinguono come esposizioni da finanziamenti specializzati le esposizioni che possiedono le seguenti caratteristiche:

- a) si tratta di esposizioni verso un'entità creata *ad hoc* per finanziare o amministrare attività materiali, o di esposizioni economicamente analoghe;
- b) le condizioni contrattuali conferiscono al finanziatore un sostanziale controllo sulle attività e sul reddito da esse prodotto;

Il Regolamento si applica agli investitori istituzionali¹⁴ e ai cedenti¹⁵, ai promotori¹⁶, ai prestatori originari¹⁷ e alle società veicolo per la cartolarizzazione¹⁸.

c) la fonte primaria di rimborso dell'obbligazione è rappresentata dal reddito generato dalle attività finanziate piuttosto che dall'autonoma capacità di una più ampia impresa commerciale”.

¹⁴ Un investitore che sia uno dei seguenti:

- a) un'impresa di assicurazione ai sensi dell'art. 13, punto 1), della Direttiva 2009/138/CE;
- b) un'impresa di riassicurazione ai sensi dell'art. 13, punto 4), della Direttiva 2009/138/CE;
- c) un ente pensionistico aziendale o professionale che ricade nell'ambito di applicazione della Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio (1) ai sensi dell'art. 2 della stessa, a meno che lo Stato membro abbia deciso, a norma dell'art. 5 di tale Direttiva, di non applicare la medesima, in tutto o in parte, all'ente in questione; o un gestore degli investimenti o un'entità autorizzata nominati da un ente pensionistico aziendale o professionale ai sensi dell'art. 32 della Direttiva (UE) 2016/2341;
- d) un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA) ai sensi dell'art. 4, par. 1, lett. b), della Direttiva 2011/61/UE, che gestisce e/o commercializza fondi di investimento alternativi nell'Unione;
- e) una società di gestione di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), ai sensi dell'art. 2, par. 1, lett. b), della Direttiva 2009/65/CE;
- f) un OICVM a gestione interna, vale a dire una società di investimento autorizzata a norma della Direttiva 2009/65/CE che non ha designato, per la propria gestione, una società di gestione autorizzata ai sensi della stessa direttiva;
- g) un ente creditizio quale definito all'art. 4, par. 1, punto 1), del Regolamento (UE) n. 575/2013 ai fini di detto regolamento o un'impresa di investimento ai sensi dell'art. 4, par. 1, punto 2), di detto regolamento.

¹⁵ Un 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.

¹⁶ Un ente creditizio, ubicato nell'Unione o meno, quale definito all'art. 4, par. 1, punto 1), del Regolamento (UE) n. 575/2013, o un'impresa di investimento quale definita all'art. 4, par. 1, punto 1), della Direttiva 2014/65/UE, diverso dal cedente, che:

- a) istituisce e gestisce un programma di emissione di *commercial paper* garantiti da attività o altra cartolarizzazione nell'ambito della quale acquista esposizioni da terzi; o
- b) istituisce un programma di emissione di *commercial paper* garantiti da attività o altra cartolarizzazione nell'ambito della quale acquista esposizioni da terzi e delega la gestione attiva quotidiana del portafoglio relativa a detta cartolarizzazione a un soggetto autorizzato a eseguire tale attività ai sensi della Direttiva 2009/65/CE, della Direttiva 2011/61/UE o della Direttiva 2014/65/UE.

¹⁷ Un soggetto che, in prima persona o per il tramite di soggetti connessi, direttamente o indirettamente, ha concluso il contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore o del potenziale debitore le quali originano le esposizioni cartolarizzate.

¹⁸ Una società, un *trust* o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo

Il Regolamento ha introdotto una disciplina semplificata in tema di obblighi di due *diligence* per gli investitori istituzionali: considerando il rischio cui questi sono esposti, è importante che siano previsti adeguati presidi sia nella fase preliminare che in quella successiva all'investimento. L'art. 5 prevede che nella fase preliminare l'investitore verifichi:

- che il cedente o il prestatore originario che concedono il credito si siano basati su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare e finanziare tali crediti, disponendo di sistemi efficaci per l'applicazione di detti criteri e procedure;
- che il cedente, prestatore originario o il promotore mantengano un interesse economico netto inferiore al 5% su base continuativa;
- che il cedente, il promotore o la società veicolo, ove applicabile, abbiano messo a disposizione le informazioni previste all'art. 7 con la frequenza e secondo le modalità stabilite;
- la valutazione dei rischi insiti nell'operazione; nella valutazione occorre considerare le caratteristiche di rischio della singola posizione, le esposizioni sottostanti e tutte le caratteristiche strutturali della cartolarizzazione che possono avere un impatto rilevante sulla performance della posizione verso la cartolarizzazione.

L'articolo prevede, inoltre, che l'investitore istituzionale che detiene una posizione verso la cartolarizzazione deve:

- predisporre procedure scritte adeguate che siano proporzionate al profilo di rischio della posizione verso la cartolarizzazione per verificare l'adempimento degli elementi riportati in precedenza e le *performance* della posizione verso la cartolarizzazione e delle esposizioni sottostanti;
- nel caso di una cartolarizzazione diversa da un programma ABCP interamente garantito, condurre periodicamente prove di stress sui flussi di cassa e sui valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti o prove di stress sulle ipotesi di perdita tenendo conto della natura, della portata e della complessità del rischio; nel caso di un programma ABCP sia interamente garantito, condurre periodicamente prove di stress sulla solvibilità e la liquidità del promotore;
- assicurare una segnalazione interna al proprio organo di amministrazione, affinché questo sia al corrente dei rischi rilevanti e tali rischi siano gestiti in maniera adeguata;

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.

- dimostrare alle proprie autorità competenti, su richiesta, di avere una visione globale e accurata della posizione e delle esposizioni sottostanti e di aver attuato le politiche e procedure scritte per la gestione del rischio.

Il Regolamento ha inoltre previsto all'art. 6 che il cedente, il promotore o il prestatore originario della cartolarizzazione debbano mantenere su base continuativa un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione non inferiore al 5% (mantenimento del rischio o *retention rule*). Nel caso in cui tali soggetti non abbiano stabilito a chi spetti mantenerlo, l'interesse economico netto rilevante deve essere mantenuto dal cedente. L'interesse economico netto rilevante non è suddiviso tra diversi tipi di soggetti che lo mantengono, né è sottoposto ad attenuazione o a copertura del rischio di credito. Ai fini del mantenimento del rischio la società veicolo non può essere considerata cedente. L'articolo prevede delle deroghe all'applicazione della *retention rule*, quando le esposizioni cartolarizzate siano costituite da esposizioni verso enti ed autorità pubbliche o quando siano da queste garantite.

Il Regolamento contempla, all'art. 7, obblighi di trasparenza con il fine di consentire agli investitori lo svolgimento della due diligence e di valutare il merito creditizio dell'operazione. Il cedente, il promotore e la società veicolo devono mettere a disposizione degli investitori e delle autorità competenti determinate informazioni:

- informazioni trimestrali sulle esposizioni sottostanti e in alcuni casi informazioni mensili sui diversi crediti sottostanti;
- documentazione di base essenziale per la comprensione dell'operazione, come il prospetto di offerta finale, accordi di vendita, contratti derivati e contratti di garanzia personale, accordi di gestione e tutta la documentazione contrattuale dell'operazione;
- le informazioni privilegiate sulla cartolarizzazione che il cedente, il promotore o la SSPE sono tenuti a rendere pubbliche in conformità dell'art. 17 del Regolamento (UE) 596/2014 (violazione sostanziale degli obblighi stabiliti nei documenti, modifica delle caratteristiche strutturali, modifica delle caratteristiche di rischio e qualsiasi modifica rilevante).

Il cedente, il promotore e la società veicolo devono designare tra loro il soggetto cui incombe soddisfare gli obblighi di informazione: il soggetto designato deve mettere a disposizione le informazioni per un'operazione di cartolarizzazione mediante un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni oppure su un sito web che garantisca adeguati livelli qualitativi, di sicurezza e di integrità delle informazioni.

Il Regolamento all'art. 8 stabilisce il divieto di procedere a ri-cartolarizzazioni. La ri-cartolarizzazione è definita come “*una cartolarizzazione in cui*

almeno una delle esposizioni sottostanti è una posizione verso una cartolarizzazione”. Sono inserite alcune deroghe: quella per i titoli emessi antecedentemente al 2019 e quella per le cartolarizzazioni operate per fini legittimi. I fini legittimi sono individuati nell’agevolazione della liquidazione di enti creditizi e finanziari, nell’assicurare la garanzia di solidità di tali enti e nella salvaguardia degli interessi degli investitori in caso di esposizioni deteriorate.

Il Regolamento al Capo IV introduce la figura delle STS, cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata al fine di favorire la diffusione dello strumento. Per assumere la qualifica di STS sostanzialmente le operazioni devono rispondere a determinati requisiti.

Il primo è quella della semplicità, esplicitato all’art. 20. La società veicolo deve acquisire il titolo relativo alle esposizioni sottostanti tramite vendita, cessione effettiva o trasferimento avente gli stessi effetti giuridici in una maniera opponibile al venditore o a qualsiasi terzo. A tale trasferimento non si applicano disposizioni rigide in tema di revocatoria in caso di insolvenza del cedente. Le esposizioni sottostanti non possono comprendere alcuna posizione verso la cartolarizzazione, ma devono essere create nel corso ordinario dell’attività del cedente. La cartolarizzazione deve essere garantita da un portafoglio di esposizioni sottostanti omogenee per tipologia di attività, tenuto conto delle specifiche caratteristiche in termini di flussi di cassa della tipologia di attività, delle caratteristiche relative al contratto, al rischio di credito e ai rimborsi anticipati.

Il secondo requisito posto dal Regolamento è quello della trasparenza, esplicitato all’art. 22. L’articolo prevede che prima della fissazione del prezzo il cedente e il promotore mettano a disposizione dei potenziali investitori i dati storici sulla performance statica e dinamica in termini di inadempienza e di perdite relativi a esposizioni analoghe, indicandone le fonti. Prima dell’emissione dei titoli, inoltre, un campione delle esposizioni sottostanti è sottoposto a una verifica esterna condotta da un soggetto adeguato e indipendente, che verifica anche l’esattezza dei dati divulgati. Il cedente o il promotore mettono a disposizione dei potenziali investitori un modello di flusso di cassa delle passività che rappresenti precisamente il rapporto contrattuale che intercorre tra le esposizioni sottostanti e il flusso dei pagamenti. Qualora le cartolarizzazioni riguardino prestiti su immobili residenziali o prestiti per veicoli o *leasing* auto, occorre pubblicare le informazioni disponibili relative alla performance ambientale delle attività finanziate.

Il terzo requisito è quello della standardizzazione, definito dall’art. 21. Il Regolamento prevede che il cedente, il promotore o il prestatore originario adempiano l’obbligo di mantenimento del rischio, come precedentemente indicato. Inoltre, rischio di tasso di interesse e il rischio di cambio derivanti dalla cartolarizzazione devono essere adeguatamente attenuati e deve essere data

comunicazione di eventuali misure adottate a tal fine. Il pagamento dell'interesse legato a un tasso di riferimento nel quadro delle attività e passività della cartolarizzazione deve essere basato sui tassi di interesse del mercato di uso generale. Nei casi in cui sia stata avviata un'azione esecutiva o notificata una messa in mora, gli introiti in capitale derivanti dalle esposizioni sottostanti devono essere trasferiti agli investitori mediante rimborso sequenziale delle posizioni verso la cartolarizzazione in funzione del rango (*seniority*) di ciascuna. La documentazione riguardante l'operazione deve indicare, in termini chiari e coerenti, le definizioni, i mezzi di ricorso e le azioni in materia di morosità e inadempienza dei debitori, ristrutturazione del debito, remissione del debito, tolleranza, sospensioni dei pagamenti, perdite, importi stornati, recuperi e altre misure a tutela della performance delle attività. La documentazione deve inoltre indicare chiaramente le priorità di pagamento, gli eventi che attivano la variazione di tali priorità di pagamento e l'obbligo di segnalare tali eventi.

4.3. Gli aspetti fiscali dell'operazione

Sotto il profilo fiscale dell'operazione, la Legge 130/1999 ha svolto un ruolo determinante per la riduzione degli ostacoli che avevano in precedenza indotto gli operatori e gli investitori a diffidare di questa fonte di finanziamento alternativa.

Da un primo approccio sembra che siano state tenute in considerazione le proposte della dottrina, che suggeriva di non penalizzare il nuovo strumento finanziario con una disciplina fiscale più rigida rispetto a quella applicata ai titoli già esistenti nel mercato. Tuttavia, come risulta nella Relazione della Commissione Finanze, non è stata introdotta alcuna norma di favore, al contrario è stata prevista una collocazione coerente nell'ambito della disciplina ordinaria.

Gli aspetti fiscali si possono distinguere in diversi profili:

- imposte dirette;
- imposte indirette;
- casi particolari.

4.3.1. *Imposte dirette*

L'art. 6 della Legge 130/1999 lascia intendere che la disciplina del trattamento fiscale delle operazioni di cartolarizzazione riguardi perlopiù crediti in sofferenza (*non performing o unlikely to pay*): infatti al comma 3 dell'articolo

il legislatore si è preoccupato di disciplinare il trattamento delle diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti. Ciò presuppone una cessione di crediti dall'originator allo SPV a un corrispettivo inferiore al valore nominale dei crediti, tale da generare una perdita in capo al soggetto cedente. La perdita su crediti deve essere imputata nel conto economico nell'esercizio in cui è conseguita, comportando una compressione dell'utile o un aumento della perdita dell'esercizio. La Legge 130/1999 aveva tuttavia introdotto un regime transitorio, che consentiva di imputare la perdita su crediti nel conto economico dell'esercizio in cui era conseguita e nei quattro esercizi successivi in quote costanti, previa riduzione delle riserve patrimoniali, indicando in nota integrativa le informazioni sulle operazioni di cartolarizzazione, sulle riduzioni di valore e sulle perdite non ancora imputate nel conto economico. In sostanza, a fronte di una perdita ipotetica di 500 euro, 100 euro erano iscritti come perdita su crediti nel conto economico dell'esercizio, mentre 400 euro erano portati in riduzione delle riserve di patrimonio netto. Negli esercizi successivi, la società provvedeva ad imputare nel conto economico la quota di 100 euro per ciascun esercizio, ripristinando contestualmente la riserva per un pari ammontare. Il regime transitorio si poteva applicare per i contratti di cartolarizzazione stipulati entro i due anni successivi all'entrata in vigore della Legge ed è quindi cessato il 29 maggio 2001.

La motivazione che ha indotto il legislatore a prevedere un regime transitorio favorevole era quella di agevolare la diffusione del nuovo strumento per permettere agli istituti di credito di alleggerire i propri bilanci, migliorando gli indici patrimoniali senza troppo gravare sul risultato dell'esercizio. Per tutte le operazioni successive le eventuali perdite sono state dunque imputate nel conto economico dell'esercizio di competenza, risultando deducibili nello stesso esercizio anche in deroga a quanto previsto dall'art. 101 del Testo Unico delle imposte sui redditi¹⁹. Infatti, l'art. 101 TUIR richiede il rispetto dei requisiti di certezza e precisione, mentre l'art. 6, comma 4 della Legge 130/1999 richiede l'iscrizione della perdita in conto economico.

La rilevanza della perdita precedentemente esaminata riguarda il punto di vista dell'*originator*. Passando ad esaminare gli aspetti fiscali dal punto di vista dello SPV, occorre innanzitutto richiamare l'art. 3 della Legge 130/1999, che stabilisce che il portafoglio di *assets* trasferiti dall'*originator* allo SPV costituisce un patrimonio separato rispetto a quello dello SPV, destinato in maniera esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati negli ABS, sottraendolo dunque dall'azione dei creditori diversi dai portatori dei titoli. Ne conse-

¹⁹ P.L. Fabrizi (2016), *Economia del mercato mobiliare*, Egea, Milano, pp. 148-160; I. Bu-
facchi (2017), *In Europa cartolarizzazioni al palo*, "Il Sole 24 Ore".

gue, pertanto, che la società veicolo non ha la disponibilità dei flussi attivi originati dai crediti, in quanto gli stessi sono destinati in via esclusiva al soddisfacimento dei creditori del patrimonio separato. Soltanto al termine dell'operazione, se previsto dalle clausole contrattuali, l'eventuale eccedenza può entrare nella disponibilità della società veicolo.

Il tema della neutralità fiscale della società veicolo è stato ampiamente dibattuto in dottrina. L'Assonime, con la Circolare 24 maggio 2000, n. 39 riteneva che per lo SPV la gestione del patrimonio separato non assumesse rilevanza ai fini della determinazione della base imponibile Ires (all'epoca Irpeg) e nemmeno costituisse reddito, in quanto il patrimonio separato non si configurerebbe come soggetto passivo autonomo. Le vicende economiche della gestione del patrimonio non incidono sulla società veicolo, ma sui sottoscrittori dei titoli, quindi solo in capo a questi ultimi dovrebbero assumere rilevanza fiscale i risultati dell'attività gestoria, in quanto destinatari finali degli utili e delle perdite della gestione stessa. Una parte della dottrina non ha però condiviso questa impostazione, ritenendo la separazione patrimoniale funzionale unicamente all'operazione, equilibrando il superamento dei limiti patrimoniali imposti per l'emissione di titoli, assumendo unicamente la funzione di garanzia, con la conseguenza che non ci fosse nessuna deroga sotto il profilo fiscale nella determinazione del reddito di impresa.

L'Amministrazione finanziaria è intervenuta con la Risoluzione 26 febbraio 2002, n. 54/E che ha disposto che le SPV dovessero esporre contabilmente le operazioni di gestione dei patrimoni cartolarizzati mediante l'utilizzo di appositi sezionali del libro giornale e un piano dei conti in grado di rubricare in apposite voci i conti riferibili ai patrimoni separati. Questa risoluzione poteva dunque essere interpretata come una conferma della tesi contraria alla neutralità fiscale dello SPV.

Il 24 ottobre 2002 la Direzione regionale delle Entrate della Lombardia, con Protocollo 81382, rispondendo a istanza di interpello presentata da una SPV, sembrava accogliere la tesi secondo cui il risultato economico dell'operazione concorresse alla formazione della base imponibile della SPV ai fini delle imposte sui redditi. L'istante chiedeva se il risultato economico, rappresentato dalla differenza tra componenti positive e negative derivanti dalle operazioni compiute nell'ambito della cartolarizzazione, dovesse concorrere alla determinazione del reddito imponibile, prospettando come soluzione la tassazione del risultato economico dell'operazione. La Direzione regionale osservava che "l'articolo 2 della legge 130/1999 stabilisce che la società cessionaria o emittente i titoli, se diversa dalla cessionaria, deve redigere il prospetto informativo, che nel caso in cui i titoli siano offerti a investitori professionali, deve contenere anche l'indicazione dei costi dell'operazione e delle condizioni

alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, nonché l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore". Quindi, la Direzione regionale riteneva che "nel caso in cui il risultato economico entri nella disponibilità giuridica dello SPV, tale risultato deve concorrere alla determinazione del reddito di tale società, nel rispetto dei principi dettati dal TUIR per la determinazione del reddito di impresa".

Questa risoluzione provocò incertezza e l'Amministrazione finanziaria si vide costretta ad intervenire di nuovo, affrontando il tema in maniera più efficace, emanando la Circolare 6 febbraio 2003, 8/E. La circolare, rilevando che il *pool* di *assets* acquisiti dallo SPV costituiscano un patrimonio separato rispetto a quello della società veicolo, vincolato al soddisfacimento dei portatori dei titoli, e che i flussi finanziari attivi incassati derivanti dalla gestione degli *assets* sono destinati a fronteggiare i flussi passivi connessi al pagamento degli interessi e al rimborso dei titoli, nonché ai costi dell'operazione, ha sancito la neutralità fiscale in capo alle SPV. In particolare, ha stabilito che "*è da escludersi, quindi, l'imponibilità in capo alla società veicolo di eventuali spread di periodo collegati a possibili disallineamenti temporali tra flussi finanziari del patrimonio cartolarizzato relativi all'incasso dei crediti acquisiti e al pagamento dei proventi promessi ai sottoscrittori o derivanti dal reinvestimento delle disponibilità liquide sopravvalenti o ancora provocati dall'indebitamento necessario per far fronte alle scadenze*". Dunque, la società veicolo nello svolgimento di operazioni di *securitization* non risulta essere destinataria di alcun provento o interesse proprio che possa assumere rilevanza, dal punto di vista fiscale, nei singoli periodi di imposta nei quali si svolge ciascuna operazione di cartolarizzazione. Tutto ciò è inoltre compatibile con quanto disposto dalla Banca d'Italia nel provvedimento del 29 marzo 2000, in base al quale il conto economico della S.P.V. non risulta influenzato dai flussi attivi e passivi generati dal portafoglio di crediti.

La circolare ha fugato infine ogni dubbio relativo all'eventuale residuo attivo al termine dell'operazione, dopo il rimborso integrale di interessi e capitali acquisiti. Il risultato economico di gestione del portafoglio di crediti che residui dopo aver soddisfatto tutti i creditori del patrimonio separato e di cui lo SPV risulti essere destinatario deve essere assoggettato a tassazione nel momento in cui entra in possesso del percettore, dunque al termine di ciascuna operazione di cartolarizzazione.

Il 5 dicembre 2003 l'Amministrazione finanziaria ha emanato la Risoluzione 222/E per affrontare il tema delle ritenute sugli interessi dei depositi e dei conti correnti del patrimonio separato. Le disponibilità liquide del patrimonio separato derivano dall'incasso di flussi finanziari originati dal *pool* di crediti in un momento anteriore rispetto ai flussi in uscita destinati ai possessori dei

titoli. Se tali risorse sono impiegate in depositi o conti correnti possono generare interessi attivi: la risoluzione ha chiarito che su tali interessi deve essere operata la ritenuta d'acconto prevista dall'art. 26, D.P.R. 600/1973. Tuttavia, gli interessi attivi, come precedentemente esposto, concorrono a formare il reddito imponibile solo al termine dell'operazione di cartolarizzazione. Le ritenute d'acconto subite, a norma del TUIR, possono essere scomutate nel periodo di imposta nel quale i redditi ai quali si riferiscono concorrono a formare il reddito imponibile. Dunque, in questo caso, le ritenute possono essere scomutate nel periodo di imposta in cui gli interessi attivi derivanti dai conti correnti cui si riferiscono concorrono a formare il reddito imponibile dello SPV, pur essendo state effettuate in un esercizio precedente.

La Legge 130/1999 prevede all'art. 7 la possibilità di effettuare operazioni di cartolarizzazioni sintetiche. Queste si realizzano mediante concessione di un finanziamento all'*originator* da parte dello SPV, grazie all'emissione di titoli e garantito dal *pool* di crediti individuato. La particolarità è costituita dal fatto che in questo caso i crediti non sono ceduti, ma permangono nel patrimonio dell'*originator*. Se si ritenessero applicabili le disposizioni in merito al patrimonio destinato si potrebbe giungere alla conclusione che in capo all'*originator* permanga l'irrelevanza fiscale nella gestione dei crediti, tuttavia, il portafoglio non è oggetto di cessione, ma assume solo la funzione di garanzia per l'ottenimento del finanziamento e, dunque, non c'è un vincolo di destinazione. Anche la Banca d'Italia ha affermato che nelle operazioni di cartolarizzazione sintetiche si realizza solo il trasferimento del rischio di credito per il tramite di derivati creditizi. Pertanto, gli *assets* restano nel bilancio dell'*originator* e non assumono le caratteristiche del patrimonio separato: ne consegue che la loro gestione comporterà l'origine di componenti positivi e negativi di reddito che concorreranno nella formazione della base imponibile ai fini del pagamento delle imposte dirette dell'*originator* stesso.

Con l'approvazione del Decreto Crescita, D.L. 34/2019, il legislatore ha introdotto nuovi commi all'art. 7.1 della Legge 130/1999 per la disciplina delle ReoCo²⁰, prevedendo che i beni, i diritti e le somme in qualsiasi modo derivanti dagli immobili, nonché ogni altro diritto acquisito nell'ambito dell'operazione, costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello delle società stesse e da quello relativo alle altre operazioni. Con questo intervento, il legislatore ha voluto superare la posizione dell'amministrazione finanziaria, secondo la quale le ReoCo producevano reddito da assoggettare ad imposizione diretta.

²⁰ Società veicolo che nell'ambito di una cartolarizzazione immobiliare sono costituite con oggetto sociale esclusivo possono acquisire, gestire e valorizzare gli *assets*, direttamente o attraverso altre società veicolo.

Per quanto riguarda invece il trattamento fiscale ai fini delle imposte dirette dei proventi derivanti dai titoli emesse dalle società veicolo, l'art. 6, comma 1 della Legge 130/1999 prevede che si applichi lo stesso trattamento stabilito per obbligazioni emesse dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati italiani e per titoli similari, di cui al D.Lgs. 239/1996. Il decreto prevedeva che si applicasse una ritenuta pari al 12,50%, a titolo di imposta sostitutiva, agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari percepiti da:

- persone fisiche;
- soggetti di cui all'art. 7 TUIR, ad eccezione delle s.n.c., s.a.s. ed equiparate;
- enti di cui all'art. 73, comma 1, lett. c) del TUIR, ovvero enti pubblici o privati diversi dalle società, che non hanno come oggetto esclusivo o principale l'esercizio di un'attività commerciale, organi e amministrazioni dello Stato, i comuni, i consorzi tra enti locali, le associazioni e gli enti gestori di demanio collettivo, comunità montane, province e regioni;
- soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche.

Nel corso degli anni si sono susseguiti diversi interventi legislativi che hanno modificato l'aliquota della ritenuta. In prima battuta l'art. 2 del D.L. 138/2011 ha variato l'aliquota dal 12,50% al 20%. Successivamente, l'art. 3 del D.L. 66/2014 ha ulteriormente modificato l'aliquota, portandola dal 20% al 26%, ammontare tutt'ora in vigore.

La ritenuta non viene invece applicata nei confronti dei percettori non residenti:

- soggetti non residenti, ad eccezione di quelli residenti in territori a regime fiscale privilegiato;
- enti e organismi internazionali;
- investitori istituzionali esteri;
- banche centrali e organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

4.3.2. *Imposte indirette*

Dal punto di vista dell'IVA, occorre analizzare l'operazione di *securitization* sia dal punto di vista dell'*originator* sia da quello della società veicolo. Per l'*originator* la cartolarizzazione si configura come una cessione a titolo oneroso di crediti esistenti o futuri. Per ciò che concerne i crediti esistenti, i cui eventuali obblighi di fatturazione sono già stati assolti, la questione è sem-

plice, in quanto il D.P.R. 633/1972 prevede, all'art. 2, comma 3, lett. a), che la cessione di crediti non costituisce cessione di beni ai fini IVA per la società cedente. Pertanto, l'operazione è fuori dall'ambito di applicazione dell'IVA per carenza del presupposto oggettivo.

Per quanto riguarda la cessione di crediti futuri, sorgono delle problematiche. Se i crediti riguardano la prestazione di servizi, il decreto prevede che il momento di effettuazione dell'operazione, che coincide con l'esigibilità dell'imposta, sia il momento del pagamento del corrispettivo. La situazione si presenta soprattutto in caso di cartolarizzazione da parte delle società di *leasing*. Queste si trovano a dover sciogliere il dubbio circa il momento della fatturazione dei corrispettivi delle prestazioni non ancora maturati: se il momento del pagamento coincide con l'incasso dal conduttore o se coincide col realizzo finanziario derivante dalla vendita alla società veicolo del *pool* di crediti. In questo caso l'orientamento prudenziale sarebbe quello di far coincidere il momento di effettuazione quello in cui l'*originator* incassa il corrispettivo dalla cessione del portafoglio di crediti. Tuttavia, anche in questa ipotesi, resterebbero irrisolti altri problemi:

- la determinazione dell'importo in caso di non coincidenza tra valore nominale dei crediti ceduti e importo incassato;
- la fatturazione ai conduttori;
- le difficoltà nell'esercizio della rivalsa nel caso in cui la locazione finanziaria venga meno;
- l'obbligo di immediato versamento dell'imposta.

Stesse problematiche sorgono in caso di cessione di crediti connessi alle cessioni future di beni, visto che ai sensi dell'art. 6 del D.P.R. 633/1972 l'incasso del corrispettivo anticipa il momento di effettuazione dell'operazione ai fini IVA.

Pertanto, sarebbe preferibile una diversa interpretazione. La cartolarizzazione è un contratto stipulato da soggetti diversi rispetto a quelli del rapporto contrattuale da cui scaturiscono i crediti oggetto della cessione. L'unica coincidenza si ha in una delle parti contraenti. Ai sensi dell'art. 6 del D.P.R. 633/1972, il momento di effettuazione coincide con l'incasso del corrispettivo: tuttavia, il corrispettivo è costituito dalla controprestazione in denaro effettuata dal committente, a fronte della prestazione di servizi a lui resa; in conclusione è solo col pagamento da parte del committente che si verifica la fattispecie impositiva.

Quindi, il realizzo finanziario originato dalla cessione di crediti nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione è ininfluenza dal punto di vista degli adempimenti IVA della prestazione sottostante e non obbliga l'*originator* ad alcuna fatturazione o versamento anticipato.

Dal punto di vista dello SPV l'operazione di cartolarizzazione non è considerata prestazione di servizi ai sensi dell'art. 3, comma 2, lett. c) del D.P.R. 633/1972, e risulta pertanto al di fuori dell'ambito di applicazione dell'IVA per carenza del presupposto oggettivo. Le prestazioni di servizi prestati nell'ambito dell'operazione, quali ad esempio quelli di *servicing*, sono esenti ai sensi dell'art. 10, comma 1, n. 1) del decreto, che recita “*sono esenti dall'imposta le prestazioni di servizi concernenti la concessione e la negoziazione di crediti, la gestione degli stessi da parte dei concedenti e le operazioni di finanziamento; l'assunzione di impegni di natura finanziaria, l'assunzione di fidejussioni e di altre garanzie e la gestione di garanzie di crediti da parte dei concedenti; le dilazioni di pagamento, le operazioni, compresa la negoziazione, relative a depositi di fondi, conti correnti, pagamenti, giroconti, crediti e ad assegni o altri effetti commerciali, a eccezione del recupero crediti*”; l'attività di recupero crediti resta pertanto soggetta ad imposta sul valore aggiunto.

Venendo al trattamento in tema di imposta di registro, occorre ricordare che, in base al principio dell'alternatività di cui all'art. 40 del D.P.R. 131/1986 (Testo unico imposta di registro), gli atti relativi ad operazioni rientranti nel campo di applicazione dell'IVA, anche se esenti o non imponibili, sono soggette all'imposta di registro in misura fissa.

Quando la cessione di crediti realizza un negozio giuridico autonomo, si è in presenza di un'operazione fuori dal campo di applicazione dell'iva, ai sensi dell'art. 2, comma 3, lett. a), D.P.R. 633/1972, per carenza del requisito oggettivo, pertanto occorre applicare l'imposta di registro in misura proporzionale con aliquota dello 0,50%.

Nel caso in cui la cessione dia un elemento della struttura di operazioni finanziarie complesse, come nel caso della cartolarizzazione, l'operazione nel suo insieme risulta soggetta all'IVA, pur se esente dall'imposta ai sensi dell'art. 10 del D.P.R. 633/1972, quindi beneficia del principio dell'alternatività con applicazione dell'imposta di registro in misura fissa per un importo pari a 200 euro.

Nel caso in cui i crediti siano assistiti da diritti reali di garanzia, quali ad esempio pegno o ipoteca, la cessione comporta la necessità di trascrivere la garanzia, al fine di rendere la cessione opponibile ai terzi.

Ai sensi dell'art. 1 del D.Lgs. 347/1990 (Testo unico delle disposizioni concernenti le imposte ipotecaria e catastale), la trascrizione di diritti reali di garanzia sarebbe soggetta ad imposta ipotecaria con aliquota del 2%, mentre ai sensi dell'art. 10 del medesimo decreto, occorrerebbe applicare inoltre l'imposta catastale nella misura dell'1% alle volture catastali. L'art. 4 della Legge 130/1999 permette tuttavia l'applicazione, nell'ambito della cessione di crediti coperti da garanzie, delle disposizioni contenute all'art. 58, comma 3,

T.U.B., in ottemperanza del quale la cessione comporta il trasferimento di tutte le garanzie, comprese quelle di natura reale, senza bisogno di ulteriori formalità. Ne deriva che il legislatore ha voluto escludere l'applicabilità nei confronti delle operazioni di cartolarizzazione dell'imposta ipotecaria e catastale.

Anche in quest'ambito è intervenuto il Decreto Crescita, D.L. 34/2019, integrando la Legge 130/1999 relativamente alla disciplina fiscale delle ReoCo. In particolare, è stato previsto che si applicano le imposte di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa sugli atti e le operazioni inerenti il trasferimento a qualsiasi titolo di immobili e anche di contratti di locazione finanziaria, in favore della società veicolo d'appoggio, inclusi eventuali accolti di debito, e le garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate, in favore della società di cartolarizzazione o altro finanziatore ed in relazione all'operazione di cartolarizzazione. L'agevolazione è riconosciuta anche in relazione ai successivi trasferimenti degli immobili, effettuati da parte della Reoco, in favore di soggetti che esercitino attività d'impresa, a condizione che l'acquirente dichiari nell'atto di acquisto che intende a sua volta trasferirli entro cinque anni. L'agevolazione riguarda altresì i successivi trasferimenti a soggetti che non esercitino attività di impresa e per cui ricorrano le condizioni previste per l'acquisto della prima casa.

4.3.3. *Casi particolari*

L'art. 6, comma 2 della Legge 130/1999 prevede una disciplina fiscale di favore che coinvolge le cessioni che hanno per oggetto determinati tipi di crediti.

L'agevolazione riguarda l'esenzione dall'imposta di registro, all'imposta di bollo, dalle imposte ipotecarie e catastali e dalle tasse sulle concessioni governative, per le cessioni riguardanti le seguenti tipologie di crediti:

- operazioni relative ai finanziamenti a medio e lungo termine e tutti i provvedimenti, atti, contratti e formalità inerenti alle operazioni medesime, alla loro esecuzione, modificazione ed estinzione, alle garanzie di qualunque tipo da chiunque e in qualsiasi momento prestate e alle loro eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali finanziamenti, effettuate da aziende e istituti di credito e da loro sezioni o gestioni che esercitano, in conformità a disposizioni legislative, statutarie o amministrative, il credito a medio e lungo termine;
- operazioni relative ai finanziamenti di qualunque durata, effettuati in conformità a disposizioni legislative, statutarie o amministrative da aziende e istituti di credito e loro sezioni o gestioni, nei seguenti settori:

- a) credito per il lavoro italiano all'estero di cui al D.L. 3148/1923;
- b) credito all'artigianato, di cui al D.Lgs. 1418/1947 ed alla Legge 949/1952;
- c) credito cinematografico, di cui alle Leggi 1213/1965 e 819/1971;
- d) credito teatrale, di cui alla Legge 800/1967;
- e) credito di rifinanziamento effettuato a norma degli artt. 17, 18, 33 e 34 della Legge 949/1952;
- f) credito peschereccio di esercizio.

Alle operazioni sopra esposte si applica un'imposta sostitutiva con aliquota dello 0,25%.

Non concorrono a formare la base imponibile dell'imposta sostitutiva:

- i finanziamenti effettuati con fondi somministrati o conferiti dallo Stato o dalle Regioni o gestiti per conto degli stessi;
- i finanziamenti previsti da leggi speciali recanti provvidenze a favore di zone devastate da catastrofi o calamità naturali;
- i finanziamenti fatti ad amministrazioni statali, anche con ordinamento autonomo, a regioni, province e comuni e ad enti pubblici istituiti esclusivamente per l'adempimento di funzioni statali o per l'esercizio diretto di servizi pubblici in regime di monopolio.

4.4. Gli aspetti informativi dell'operazione

Al fine di garantire la trasparenza e di tutelare gli interessi dei soggetti terzi coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione, il legislatore ha previsto, in capo alla società cessionaria o alla società emittente i titoli se diversa, l'obbligo di redigere il prospetto informativo che illustri agli investitori le caratteristiche generali e tecnico-operative dell'operazione posta in essere.

Nell'ambito di un'operazione di *securitization*, il giudizio sulla convenienza dell'acquisto di ABS non si basa sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente, ma sulla stima circa la capacità di generare la redditività prevista su un *pool* di *assets*. Pertanto, occorre che siano disponibili informazioni che non sono desumibili dal bilancio dell'emittente. La normativa prevede dunque l'obbligo di redazione di un prospetto informativo, fissando un contenuto minimo, anche nel caso in cui l'emissione sia offerta ad investitori professionali.

La Legge 130/1999 all'art. 2 individua due categorie di investitori, in base al quale cambia il contenuto del prospetto informativo:

- investitori non professionali;
- investitori professionali.

Il riferimento per la distinzione tra le due categorie è il D.Lgs. 58/1998 (Testo unico della finanza). L'art. 30, comma 2 del decreto rinvia a un Regolamento attuativo della Consob per la definizione di investitore professionale. La Consob, con la delibera 11522 del 1° luglio 1998 all'art. 31, comma 2, definisce gli investitori professionali come *“per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”*.

La Legge 130/1999 stabilisce un contenuto minimo del prospetto informativo nel caso in cui l'offerta sia effettuata ad investitori professionali, che deve essere:

- il soggetto cedente, la società cessionaria, le caratteristiche dell'operazione, con riguardo sia ai crediti sia ai titoli emessi per finanziarla;
- i soggetti incaricati di curare l'emissione ed il collocamento dei titoli;
- i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento;
- le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati;
- le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli;
- le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione;
- il contenuto minimo essenziale dei titoli emessi e l'indicazione delle forme di pubblicità del prospetto informativo idonee a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli;

- i costi dell'operazione e le condizioni alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, nonché l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore;
- gli eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria;
- il soggetto di cui all'art. 7.1, comma 8 (soggetto di adeguata competenza con compiti di gestione o amministrazione e potere di rappresentanza in cartolarizzazioni svolte nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario).

Lo stesso articolo prevede inoltre che, se l'offerta è destinata ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi. La Legge dunque intende in questo caso porre un'ulteriore tutela rendendo obbligatorio un giudizio di *rating* che semplifichi la valutazione degli investitori. I criteri di onorabilità e professionalità, nonché i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria sono determinati con Regolamento della Consob.

In tema di contenuto del prospetto occorre fare riferimento anche all'art. 94 del D.Lgs. 58/1998, che norma l'offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di Oicr aperti. La norma prevede che l'offerta sia preceduta da preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione, previa approvazione della Consob stessa.

Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Occorre anche predisporre una nota di sintesi, che riporti informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori. La disposizione prevede che la Consob possa esigere che l'emittente o l'offerente includa nel prospetto informazioni supplementari.

In precedenza, il contenuto del prospetto informativo era disciplinato dall'art. 5 del Regolamento emittenti Consob 11971/1999, che rinviava all'Allegato 1B, nel quale era riportato allo schema XXVIII il prospetto di sollecitazione relativo a strumenti finanziari rinvenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Nella nuova formulazione, seguente alle Delibere 20 gennaio

2012, n. 18079, 9 maggio 2012, n. 18214, 17 luglio 2013, n. 18612 e infine 24 luglio 2019, n. 21016 l'articolo stabilisce che l'emittente o l'offerente può richiedere alla Consob di stabilire il contenuto del prospetto, laddove questo non sia stato definito in via generale. È dunque scomparso un riferimento diretto a un allegato del regolamento per la redazione del prospetto informativo. L'unico rinvio negli allegati al regolamento è relativo alla documentazione da allegare alla comunicazione per la pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione di crediti. Viene stabilito che alla domanda di approvazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione di crediti devono essere allegati:

- prospetto redatto secondo le modalità previste dagli schemi applicabili;
- dichiarazione dell'emittente che attesti che il prospetto di ammissione alle negoziazioni contiene tutte le informazioni rilevanti di cui all'art. 6 del Regolamento 2017/1129;
- copia dei documenti inclusi nel prospetto mediante riferimento non depositati presso la Consob;
- copia delle relazioni di *rating*;
- copia del contratto di cessione del credito;
- copia della documentazione relativa alle eventuali garanzie accessorie all'operazione;
- descrizione sintetica dei dati quantitativi e qualitativi relativi alle attività destinate al rimborso del prestito (*collateral*) nonché dei rischi connessi alle attività stesse;
- descrizione delle modalità di allocazione dei flussi di cassa attesi dal *collateral* tra le singole *tranche* dell'operazione. Per ogni *tranche* deve essere inoltre specificato il piano cedolare, il piano di ammortamento in conto capitale nonché le eventuali subordinazioni ad altre *tranche*. Devono essere inoltre specificati gli eventi che modificano il piano di allocazione (*trigger events*) e i loro effetti sui piani cedolari e in conto capitale delle singole *tranche*; le modalità di gestione dei pagamenti anticipati (*prepayment*) e qualsiasi altro elemento che influisca sui flussi di cassa;
- descrizione dell'esposizione ai rischi. In particolare, dovrà essere fornita un'attenta valutazione del rischio di *prepayment* con riferimento alle serie storiche del *collateral*, alle previsioni per il futuro e agli effetti che i pagamenti anticipati avranno sulla singola *tranche* in termini di modifiche della *duration*, del prezzo e delle altre condizioni.

Deve inoltre essere allegata una dichiarazione attestante che le attività destinate al rimborso del prestito sono state validamente cedute e non sono ag-

gredibili né dai creditori del cedente né da quelli del cessionario.

L'art. 6 del Regolamento UE 2017/1129, cui fa riferimento la Consob, indica che il prospetto deve contenere le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa:

- della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti;
- dei diritti connessi ai titoli;
- delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente.

È previsto che le informazioni possano variare in funzione della natura dell'emittente, della tipologia dei titoli, della situazione dell'emittente e dal valore nominale dei titoli. Le informazioni di un prospetto sono redatte e presentate in forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile, possono essere presentati nella forma di unico documento o di documenti distinti. Nel prospetto costituito da documenti distinti, le informazioni richieste sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sui titoli e una nota di sintesi: il documento di registrazione contiene le informazioni sull'emittente, la nota informativa sui titoli contiene informazioni concernenti i titoli offerti al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Il prospetto contiene una nota di sintesi che fornisce le informazioni chiave di cui gli investitori necessitano per comprendere la natura e i rischi dell'emittente, del garante e dei titoli che sono offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che deve essere letta insieme con le altre parti del prospetto per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire in tali titoli.

All'interno del Regolamento UE 2017/1129, agli artt. 7 e 8, sono riportati il contenuto e la struttura rispettivamente della nota di sintesi e del prospetto di base.

L'art. 7 indica che la nota di sintesi deve essere composta da quattro sezioni:

- un'introduzione contenente avvertenze;
- le informazioni fondamentali concernenti l'emittente;
- le informazioni fondamentali sui titoli;
- le informazioni fondamentali sull'offerta pubblica di titoli e/o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

L'introduzione deve contenere:

- la denominazione dei titoli e il codice internazionale di identificazione dei titoli (ISIN);

- l'identità e i dati di contatto dell'emittente, compreso il suo codice identificativo del soggetto giuridico (LEI);
- l'identità e i dati di contatto dell'offerente, compreso il suo LEI se l'offerente ha personalità giuridica, o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- l'identità e i dati di contatto dell'autorità competente che approva il prospetto e, se diversa, dell'autorità competente che ha approvato il documento di registrazione o il documento di registrazione universale;
- la data di approvazione del prospetto.

Le informazioni fondamentali sull'emittente comprendono:

- domicilio e forma giuridica, codice LEI, ordinamento in base alla quale opera e paese in cui ha sede;
- attività principali;
- maggiori azionisti, compreso se è direttamente o indirettamente posseduto o controllato e da quali soggetti;
- identità dei suoi principali amministratori delegati;
- identità dei suoi revisori legali;
- le informazioni finanziarie proforma;
- una breve descrizione di qualsiasi rilievo contenuto nella relazione di revisione per quanto concerne le informazioni finanziarie fondamentali relative agli esercizi passati;
- una breve descrizione dei fattori di rischio più significativi specifici dell'emittente.

Le informazioni fondamentali sui titoli comprendono:

- tipologia, classe e codice ISIN;
- valuta, valore nominale di titoli emessi e durata dei titoli;
- diritti connessi ai titoli;
- rango dei titoli nella struttura di capitale dell'emittente in caso d'insolvenza comprese, ove applicabile, informazioni sul livello di subordinazione dei titoli e l'impatto potenziale sugli investimenti in caso di risoluzione;
- eventuali restrizioni alla libera negoziabilità dei titoli;
- politica in materia di dividendi o pagamenti;
- se i titoli sono o saranno oggetto di una domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- una breve descrizione della natura e della portata della garanzia;
- una breve descrizione del garante, compreso il codice LEI;
- le informazioni finanziarie chiave pertinenti per valutare la capacità del garante di adempiere ai propri obblighi derivanti dalla garanzia;

- una breve descrizione dei fattori di rischio più significativi specifici del garante;
- una breve descrizione dei fattori di rischio più significativi specifici dei titoli.

Le informazioni fondamentali sull'offerta pubblica di titoli e/o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato comprendono:

- i termini generali, le condizioni e il calendario previsto dell'offerta, i dettagli dell'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, il piano di ripartizione, l'ammontare e la percentuale della diluizione immediata derivante dall'offerta e una stima delle spese totali legate all'emissione e/o all'offerta, inclusi i costi stimati imputati all'investitore dall'emittente o dall'offerente;
- se diverso dall'emittente, una breve descrizione dell'offerente dei titoli e/o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, compresi il domicilio e la forma giuridica, l'ordinamento in base al quale opera e il paese in cui ha sede;
- una breve descrizione delle ragioni per l'offerta o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

L'art. 8 tratta, invece, del prospetto di base, che deve includere le seguenti informazioni:

- un modello, intitolato "modulo delle condizioni definitive", che deve essere compilato per ogni singola emissione e che contiene le opzioni disponibili per quanto riguarda le informazioni che devono essere determinate nelle condizioni definitive dell'offerta;
- l'indirizzo del sito web dove saranno pubblicate le condizioni definitive.

Il Regolamento UE 2017/1129 è stato recentemente integrato dal Regolamento UE 2019/979 e dal Regolamento UE 2019/980. La nuova disposizione, entrata in vigore nel luglio del 2019, prevede all'art. 21 che per titoli emessi a fronte di cartolarizzazione, la nota informativa sui titoli contiene anche le informazioni supplementari di cui all'Allegato 19.

Si riporta l'estratto dell'Allegato 19 Titoli emessi a fronte di cartolarizzazione:

SEZIONE 1 – TITOLI

Punto 1.1.

Dichiarazione attestante che una notifica è stata o è destinata a essere comunicata all'ESMA per quanto riguarda la conformità ai criteri di cartolarizzazione "semplice,

trasparente e standardizzata” (STS), se del caso. Essa dovrebbe essere accompagnata da una spiegazione del significato di tale notifica, unitamente a un riferimento o un collegamento ipertestuale alla banca dati dell’ESMA, che indichi che la notifica STS è disponibile per il *download*, se ritenuto necessario (Categoria A).

Punto 1.2.

Se il prospetto include una dichiarazione secondo cui l’operazione è conforme ai criteri STS, l’avvertenza che lo stato STS delle operazioni non è statico e che gli investitori dovrebbero verificare lo stato attuale dell’operazione sul sito web dell’ESMA (Categoria B).

Punto 1.3.

Il valore nominale minimo dell’emissione (Categoria C).

Punto 1.4.

Qualora vengano fornite informazioni riguardo a un’impresa/un debitore non partecipante all’emissione, confermare che tali informazioni sono state riprodotte fedelmente a partire da informazioni pubblicate dall’impresa/dal debitore e che, per quanto l’emittente sappia e sia in grado di accertare sulla base delle informazioni pubblicate dall’impresa/dal debitore, non sono stati omessi fatti che potrebbero rendere le informazioni riprodotte ingannevoli. Inoltre, indicare le fonti delle informazioni contenute nella nota informativa sui titoli riprodotte a partire da informazioni pubblicate dall’impresa/dal debitore (Categoria C).

SEZIONE 2 – ATTIVITÀ SOTTOSTANTI

Punto 2.1.

Confermare che le attività cartolarizzate poste a garanzia dell’emissione presentano caratteristiche che ne dimostrano la capacità di generare le risorse finanziarie per i pagamenti connessi con i titoli (Categoria A).

Punto 2.2.

In caso di emissione garantita da un *pool* di attività distinte, fornire le informazioni di seguito specificate.

Punto 2.2.1.

L’ordinamento giuridico che disciplina il *pool* di attività (Categoria C).

Punto 2.2.2.

a) Nel caso di un numero limitato di debitori facilmente identificabili, una descrizione generale di ciascuno di essi (Categoria C).

b) in tutti gli altri casi, una descrizione delle caratteristiche generali dei debitori e del contesto economico (Categoria B).

c) in relazione ai debitori di cui alla lett. b), dati statistici globali riferiti alle attività cartolarizzate (Categoria C).

Punto 2.2.3.

La natura giuridica delle attività (Categoria C).

Punto 2.2.4.

La data o le date di scadenza delle attività (Categoria C).

Punto 2.2.5.

L'ammontare delle attività (Categoria C).

Punto 2.2.6.

Rapporto prestito/valore o livello delle garanzie costituite (Categoria B).

Punto 2.2.7.

Modalità di creazione delle attività, e per quanto riguarda i contratti di prestito e di credito, i principali criteri di concessione di prestiti e indicazione di eventuali prestiti che non soddisfano tali criteri e di eventuali diritti o obblighi ad effettuare ulteriori anticipi (Categoria B).

Punto 2.2.8.

Indicazione di dichiarazioni o garanzie collaterali significative fornite all'emittente in relazione alle attività (Categoria C).

Punto 2.2.9.

Eventuali diritti alla sostituzione delle attività e descrizione delle modalità di sostituzione e del tipo di attività che possono essere sostituite; qualora venga concessa la possibilità di sostituire le attività con classi o qualità di attività diversi, deve essere rilasciata una dichiarazione in merito nonché una descrizione delle ripercussioni di tale sostituzione (Categoria B).

Punto 2.2.10.

Descrizione di eventuali polizze di assicurazione pertinenti relative alle attività. Se le polizze sono state stipulate con un'unica società di assicurazioni, deve esserne fatta menzione, se tale circostanza è significativa per l'operazione (Categoria B).

Punto 2.2.11.

Qualora le attività comprendano obbligazioni di un numero di debitori pari o inferiore a 5 che siano persone giuridiche o siano garantite da un numero di persone giuridiche pari o inferiore a 5, o qualora uno dei debitori o dei soggetti che garantiscono le obbligazioni rappresenti una percentuale delle attività pari o superiore al 20%, o qualora una percentuale delle attività pari o superiore al 20% sia garantita da un unico garante, per quanto l'emittente ne sappia e/o sia in grado di accertare sulla base di informazioni pubblicate dai debitori o dai garanti, fornire una delle due seguenti informazioni:

a) per ogni debitore o garante le stesse informazioni richieste per l'emittente che redige un documento di registrazione relativo ai titoli diversi dai titoli di capitale che abbiano un valore nominale unitario almeno pari a 100 000 EUR e/o che siano negoziati esclusivamente in un mercato regolamentato, o in un suo segmento specifico, a

cui solo gli investitori qualificati possano avere accesso ai fini della negoziazione di tali titoli (Categoria A);

b) se un debitore o un garante possiede titoli già ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o equivalente di un paese terzo o un mercato di crescita per le PMI, indicare nome, indirizzo, paese di registrazione, natura dell'attività significativa svolta/della politica di investimento e il nome del mercato in cui i titoli sono ammessi (Categoria C).

Punto 2.2.12.

Se tra l'emittente, il garante e il debitore esiste un rapporto che sia significativo per l'emissione, indicare i dettagli delle principali condizioni di tale rapporto (Categoria C).

Punto 2.2.13.

Qualora le attività comprendano obbligazioni negoziate su un mercato regolamentato o equivalente di un paese terzo o su un mercato di crescita per le PMI, fornire una breve descrizione dei titoli e del mercato e un *link* al sito web in cui è reperibile la documentazione relativa alle obbligazioni sul mercato regolamentato o equivalente del paese terzo o sul mercato di crescita per le PMI (Categoria C).

Punto 2.2.14.

Qualora le attività comprendano obbligazioni non negoziate su un mercato regolamentato o equivalente di un paese terzo o su un mercato di crescita per le PMI, fornire una descrizione dei termini e delle condizioni principali riguardanti le obbligazioni (Categoria B).

Punto 2.2.15.

Qualora le attività comprendano titoli di capitale ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o equivalente di un paese terzo o su un mercato di crescita per le PMI, indicare quanto segue (Categoria C):

a) una descrizione dei titoli;

b) una descrizione del mercato sul quale essi sono negoziati, compresa la data di costituzione del mercato, le modalità di pubblicazione delle informazioni relative al prezzo, i volumi degli scambi giornalieri, la posizione del mercato nel paese, la denominazione dell'autorità di regolamentazione del mercato e un *link* al sito web in cui è reperibile la documentazione relativa ai titoli sul mercato regolamentato o equivalente del paese terzo o sul mercato di crescita per le PMI (Categoria C);

c) la frequenza con cui vengono pubblicati i prezzi dei titoli pertinenti (Categoria C).

Punto 2.2.16.

Se più del 10% delle attività è costituito da titoli di capitale non negoziati su un mercato regolamentato o equivalente di un paese terzo o su un mercato di crescita per le PMI, descrivere tali titoli di capitale e fornire, per ciascun emittente di tali titoli, informazioni equivalenti a quelle contenute nel documento di registrazione per i titoli di capitale o, se del caso, nel documento di registrazione per i titoli emessi da organismi di investimento collettivo di tipo chiuso (Categoria A).

Punto 2.2.17.

Se una parte considerevole delle attività è garantita da beni immobili, deve essere inserita una relazione di valutazione per quanto riguarda tali beni immobili, indicante il loro valore e i flussi finanziari/reddito da essi prodotti. Non è necessario fornire le informazioni richieste al presente punto se l'emissione riguarda titoli garantiti da prestiti ipotecari in cui il bene immobile costituisce la garanzia, se non vi è stata alcuna rivalutazione del bene immobile ai fini dell'emissione, e se è chiaramente indicato che le valutazioni fornite si riferiscono alla data di emissione del prestito ipotecario originario iniziale (Categoria A).

Punto 2.3.

In caso di emissione garantita da un *pool* di attività in gestione, fornire quanto di seguito specificato.

Punto 2.3.1.

Informazioni equivalenti a quelle previste ai punti 2.1 e 2.2, per consentire di valutare il tipo, la qualità, la sufficienza e la liquidità delle attività incluse nel portafoglio che garantirà l'emissione (cfr. punti 2.1 e 2.2).

Punto 2.3.2.

Parametri in base ai quali possono essere effettuati gli investimenti, denominazione e descrizione del soggetto responsabile della gestione, compresa la descrizione della sua competenza ed esperienza, la sintesi delle disposizioni relative alla cessazione del suo incarico e alla nomina di un altro soggetto responsabile della gestione, nonché la descrizione del rapporto tra detto soggetto e gli altri partecipanti all'emissione (Categoria A).

Punto 2.4.

Qualora l'emittente proponga di emettere ulteriori titoli garantiti dalle stesse attività, fornire un'apposita dichiarazione in merito e, a meno che tali ulteriori titoli siano fungibili con le classi di debito esistenti o ad esse subordinati, descrivere le modalità di informazione dei possessori di tali classi (Categoria C).

SEZIONE 3 – *STRUTTURA DELL'OPERAZIONE E FLUSSI FINANZIARI*

Punto 3.1.

Descrizione della struttura dell'operazione contenente una descrizione generale dell'operazione e dei flussi finanziari, compresa una sua rappresentazione grafica (Categoria A).

Punto 3.2.

Descrizione dei soggetti che partecipano all'emissione e delle funzioni che essi devono svolgere, in aggiunta alle informazioni sui rapporti di proprietà diretta e indiretta o di controllo esistenti tra i soggetti (Categoria A).

Punto 3.3.

Descrizione del metodo e della data della vendita, del trasferimento, della novazione o dell'assegnazione delle attività o di eventuali diritti e/o obbligazioni dell'emittente in-

corporati nelle attività o, se del caso, delle modalità e dei termini entro i quali i proventi dell'emissione saranno integralmente investiti dall'emittente (Categoria B).

Punto 3.4.

Illustrazione dei flussi finanziari, compreso quanto di seguito riportato.

Punto 3.4.1.

a) Modo in cui i flussi finanziari derivanti dalle attività soddisferanno le obbligazioni dell'emittente nei confronti dei possessori dei titoli, compresa, se necessario (Categoria A);

b) la tabella finanziaria e la descrizione delle ipotesi utilizzate per redigere la tabella (Categoria C).

Punto 3.4.2.

Indicazione di eventuali tecniche di supporto del credito, dei casi in cui possono verificarsi rilevanti carenze di liquidità e della disponibilità di eventuali finanziamenti a sostegno della liquidità, specificando le disposizioni volte a coprire i rischi di mancato pagamento di interessi/capitale (Categoria B).

Punto 3.4.3.

a) L'obbligo di mantenimento del rischio applicabile all'operazione, se del caso (Categoria A);

b) l'interesse economico netto rilevante mantenuto dal cedente, dal promotore o dal prestatore originario (Esso può cambiare a seconda delle disposizioni finali in materia di regolamentazione della cartolarizzazione) (Categoria C).

Punto 3.4.4.

Fatto salvo quanto indicato al punto 3.4.2, dettagli di eventuali finanziamenti tramite debito subordinato (Categoria C).

Punto 3.4.5.

Indicazione di eventuali parametri per l'investimento di eccedenze di liquidità temporanee e descrizione dei soggetti responsabili dell'investimento (Categoria B).

Punto 3.4.6.

Modalità di riscossione dei pagamenti relativi alle attività (Categoria A).

Punto 3.4.7.

Ordine di priorità dei pagamenti effettuati dall'emittente a favore dei possessori della classe di titoli in questione (Categoria A).

Punto 3.4.8.

Dettagli di eventuali altri meccanismi dai quali dipendono i pagamenti degli interessi e del capitale agli investitori (Categoria B).

Punto 3.5.

Denominazione, indirizzo e attività significative dei soggetti da cui originano le attività cartolarizzate (Categoria C).

Punto 3.6.

Qualora il rendimento e/o il rimborso dei titoli sia legato al rendimento o al credito di altre attività o sottostanti che non siano attività dell'emittente, per ciascuna attività o ciascun sottostante di riferimento è necessario fornire una delle tre seguenti informazioni: a) informazioni di cui ai punti 2.2 e 2.3; b) se il capitale non è a rischio, nome dell'emittente dell'attività di riferimento, codice internazionale di identificazione dei titoli (ISIN) e indicazione della fonte da cui poter ottenere le informazioni sul rendimento passato e attuale dell'attività di riferimento; c) se l'attività di riferimento è un indice, le parti 1 e 2 dell'allegato 17 (cfr. allegato 17).

Punto 3.7.

Nome, indirizzo e attività significative dell'amministratore, del responsabile del calcolo o equivalente, nonché sintesi delle funzioni dell'amministratore/del responsabile del calcolo, loro rapporto con il soggetto da cui originano o che crea le attività nonché sintesi delle disposizioni relative alla cessazione dell'incarico di amministratore/responsabile del calcolo e alla nomina di un altro amministratore/responsabile del calcolo (Categoria C).

Punto 3.8.

Nome, indirizzo e breve descrizione di:

a) eventuali controparti di contratti di *swap* e fornitori di altri strumenti significativi di miglioramento della qualità del credito/della liquidità (Categoria A);

b) banche presso le quali sono aperti i principali conti relativi all'operazione (Categoria C).

SEZIONE 4 – *INFORMATIVA SUCCESSIVA ALL'EMISSIONE*

Punto 4.1.

Indicare nel prospetto se l'emittente è tenuto a presentare o intende presentare informazioni successivamente all'emissione in merito ai titoli da ammettere alla negoziazione e in merito al rendimento delle garanzie reali sottostanti. L'emittente deve indicare quali informazioni saranno comunicate, dove possono essere ottenute e la frequenza con la quale saranno rese note (Categoria C).

Il Regolamento all'allegato 9, riporta anche il Documento di registrazione per i titoli emessi a fronte di cartolarizzazione:

SEZIONE 1 – *PERSONE RESPONSABILI, INFORMAZIONI PROVENIENTI DA TERZI, RELAZIONI DI ESPERTI E APPROVAZIONE DA PARTE DELLE AUTORITÀ COMPETENTI*

Punto 1.1.

Identità di tutte le persone responsabili delle informazioni o di parti di esse riportate nel documento di registrazione e, in quest'ultimo caso, indicazione di tali parti. Nel

caso di persone fisiche, inclusi i membri degli organi di amministrazione, di direzione o di sorveglianza dell'emittente, fornire il nome e la qualifica della persona; nel caso di persone giuridiche, fornire la denominazione e la sede sociale.

Punto 1.2.

Dichiarazione delle persone responsabili del documento di registrazione attestante che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni in esso contenute sono conformi ai fatti e che il documento di registrazione non presenta omissioni tali da alterarne il senso. Se del caso, dichiarazione delle persone responsabili di talune parti del documento di registrazione attestante che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni contenute nelle parti del documento di registrazione di cui sono responsabili sono conformi ai fatti e che tali parti del documento di registrazione non presentano omissioni tali da alterarne il senso.

Punto 1.3.

Se nel documento di registrazione viene inserita una dichiarazione o una relazione attribuita ad una persona in qualità di esperto, indicare per tale persona le seguenti informazioni:

- a) nome;
- b) indirizzo professionale;
- c) qualifiche;
- d) eventuali interessi rilevanti nell'emittente.

Se la dichiarazione o la relazione è stata prodotta su richiesta dell'emittente, dichiarare che tale dichiarazione o relazione è stata inclusa nel documento di registrazione con il consenso della persona che ha autorizzato il contenuto della parte del documento di registrazione ai fini del prospetto.

Punto 1.4.

Qualora le informazioni provengano da terzi, confermare che tali informazioni sono state riprodotte fedelmente e che, per quanto l'emittente sappia e sia in grado di accertare sulla base di informazioni pubblicate dai terzi in questione, non sono stati omessi fatti che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli. Inoltre, l'emittente deve indicare le fonti delle informazioni.

Punto 1.5.

Una dichiarazione attestante che:

- a) il [documento di registrazione/prospetto] è stato approvato da [nome dell'autorità competente] in qualità di autorità competente ai sensi del regolamento (UE) 2017/1129;
- b) [nome dell'autorità competente] approva tale [documento di registrazione/prospetto] solo in quanto rispondente ai requisiti di completezza, comprensibilità e coerenza imposti dal regolamento (UE) 2017/1129;
- c) tale approvazione non dovrebbe essere considerata un avallo dell'emittente oggetto del [documento di registrazione/prospetto].

SEZIONE 2 – *REVISORI LEGALI*

Punto 2.1.

Nome e indirizzo dei revisori dell'emittente per il periodo cui si riferiscono le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati (nonché indicazione dell'associazione professionale cui appartengono).

SEZIONE 3 – *FATTORI DI RISCHIO*

Punto 3.1.

Descrizione dei rischi significativi specifici dell'emittente, in un numero limitato di categorie, in una sezione intitolata "Fattori di rischio". In ciascuna categoria sono definiti in primo luogo i rischi più significativi emersi dalla valutazione dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, tenendo conto dell'impatto negativo sull'emittente e della probabilità che essi si verifichino. I fattori di rischio sono confermati dal contenuto del documento di registrazione.

SEZIONE 4 – *INFORMAZIONI SULL'EMITTENTE*

Punto 4.1.

Indicare se l'emittente è stato costituito come società veicolo per l'emissione di titoli a fronte di cartolarizzazione.

Punto 4.2.

Denominazione legale e commerciale dell'emittente e suo codice identificativo del soggetto giuridico (LEI).

Punto 4.3.

Luogo di registrazione dell'emittente e suo numero di registrazione.

Punto 4.4.

Data di costituzione e durata dell'emittente, ad eccezione del caso in cui la durata sia indeterminata.

Punto 4.5.

Residenza e forma giuridica dell'emittente, legislazione in base alla quale opera, paese di registrazione, indirizzo e numero di telefono della sede sociale (o della principale sede di attività, se diversa dalla sede sociale) ed eventuale sito web dell'emittente o del terzo o del garante, con l'avvertenza che le informazioni contenute nel sito web non fanno parte del prospetto, a meno che le predette informazioni siano incluse nel prospetto mediante un riferimento.

Punto 4.6.

Descrizione dell'ammontare del capitale autorizzato ed emesso dell'emittente e dell'ammontare di ogni altro capitale di cui è stata decisa l'emissione, del numero e delle classi di titoli di cui è composto.

SEZIONE 5 – PANORAMICA DELLE ATTIVITÀ AZIENDALI

Punto 5.1.

Breve descrizione delle principali attività dell'emittente.

SEZIONE 6 – ORGANI DI AMMINISTRAZIONE, DI DIREZIONE E DI SORVEGLIANZA

Punto 6.1.

Nome, indirizzo e funzioni presso l'emittente delle seguenti persone, con indicazione delle principali attività da esse esercitate al di fuori dell'emittente, allorché siano significative riguardo all'emittente stesso: a) membri degli organi di amministrazione, di direzione o di sorveglianza; b) soci accomandatari, se si tratta di una società in accomandita per azioni.

SEZIONE 7 – PRINCIPALI AZIONISTI

Punto 7.1.

Dichiarare se, a conoscenza dell'emittente, l'emittente è direttamente o indirettamente posseduto o controllato da un altro soggetto, specificarne la denominazione e descrivere la natura di tale controllo e le misure adottate per evitare abusi dello stesso.

SEZIONE 8 – INFORMAZIONI FINANZIARIE RIGUARDANTI LE ATTIVITÀ E LE PASSIVITÀ, LA SITUAZIONE FINANZIARIA E I PROFITTI E LE PERDITE DELL'EMITTENTE

Punto 8.1.

Qualora dalla data di registrazione o di costituzione l'emittente non abbia iniziato l'attività e qualora alla data del documento di registrazione non sia stato redatto ancora alcun bilancio, nel documento di registrazione deve essere inserita una dichiarazione in merito.

Punto 8.2.

Informazioni finanziarie relative agli esercizi passati. Qualora dalla data di registrazione o di costituzione l'emittente abbia iniziato l'attività e siano stati redatti i bilanci, il documento di registrazione deve contenere informazioni finanziarie sottoposte a revisione relative agli ultimi due esercizi (almeno 24 mesi o il periodo in cui l'emittente è stato in attività, se più breve) e la relazione di revisione per ogni singolo esercizio.

Punto 8.2.1.

Modifica della data di riferimento contabile. Se l'emittente ha modificato la sua data di riferimento contabile durante il periodo per il quale sono richieste informazioni finanziarie relative agli esercizi passati, le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati coprono almeno 24 mesi ovvero l'intero periodo in cui l'emittente è stato in attività, se più breve.

Punto 8.2.2.

Principi contabili Le informazioni finanziarie devono essere redatte conformemente agli International Financial Reporting Standards come recepiti nell'Unione con il regolamento (CE) 1606/2002. Se il regolamento (CE) 1606/2002 non è applicabile, il bilancio deve essere redatto in conformità di quanto segue:

a) i principi contabili nazionali dello Stato membro, nel caso di emittenti del SEE, come previsto dalla direttiva 2013/34/UE;

b) i principi contabili nazionali di un paese terzo equivalenti a quelli del regolamento (CE) 1606/2002 per gli emittenti di paesi terzi. Se i principi contabili nazionali del paese terzo non sono equivalenti al regolamento (CE) 1606/2002, il bilancio deve essere riesposto in conformità del medesimo regolamento.

Punto 8.2.3.

Modifica della disciplina contabile. Le informazioni finanziarie relative all'ultimo esercizio, contenenti dati comparativi rispetto all'esercizio precedente, devono essere presentate e redatte in una forma coerente con la disciplina contabile che sarà adottata per i successivi bilanci annuali pubblicati dall'emittente tenuto conto dei principi contabili, delle pratiche contabili e della normativa applicabili a tali bilanci. Le modifiche apportate alla disciplina contabile dell'emittente non necessitano di una riesposizione del bilancio sottoposto a revisione. Tuttavia, se l'emittente intende adottare una nuova disciplina contabile nei suoi successivi bilanci pubblicati, deve essere presentata almeno un'informativa di bilancio completa (secondo la definizione dello IAS 1 Presentazione del bilancio), comprendente dati comparativi, in una forma coerente con quella che sarà adottata per i successivi bilanci annuali pubblicati dall'emittente, per quanto riguarda i principi contabili, le pratiche contabili e la normativa applicabili a tali bilanci.

Punto 8.2.4.

Se le informazioni finanziarie sottoposte a revisione sono redatte conformemente ai principi contabili nazionali, le informazioni finanziarie previste al presente punto devono includere almeno:

- a) lo stato patrimoniale;
- b) il conto economico;
- c) le pratiche contabili e le note esplicative.

Punto 8.2.a.

Il presente punto (che comprende i punti 8.2.a, 8.2.a.1, 8.2.a.2 e 8.2.a.3) può essere utilizzato soltanto per emissioni di titoli emessi a fronte di cartolarizzazione che abbiano un valore nominale unitario almeno pari a 100 000 EUR o che siano negoziati esclusivamente in un mercato regolamentato e/o in un suo segmento specifico, a cui solo gli investitori qualificati abbiano accesso ai fini della negoziazione degli stessi. Informazioni finanziarie relative agli esercizi passati. Qualora dalla data di registrazione o di costituzione l'emittente abbia iniziato l'attività e siano stati redatti i bilanci, il documento di registrazione deve contenere informazioni finanziarie relative agli ultimi due esercizi (almeno 24 mesi o il periodo in cui l'emittente è stato in attività, se più breve) e la relazione di revisione per ogni singolo esercizio.

Punto 8.2.a.1.

Principi contabili Le informazioni finanziarie devono essere redatte conformemente agli *International Financial Reporting Standards* come recepiti dall'Unione con il regolamento (CE) 1606/2002. Se il regolamento (CE) 1606/2002 non è applicabile, il bilancio deve essere redatto in conformità di quanto segue:

a) i principi contabili nazionali dello Stato membro, nel caso di emittenti del SEE, come previsto dalla direttiva 2013/34/UE;

b) i principi contabili nazionali di un paese terzo equivalenti a quelli del regolamento (CE) 1606/2002 per gli emittenti di paesi terzi.

In caso contrario, nel documento di registrazione devono essere inserite le seguenti informazioni:

a) apposita dichiarazione attestante che le informazioni finanziarie incluse nel documento di registrazione non sono state redatte conformemente al regolamento (CE) 1606/2002 adottato dall'Unione e che vi sarebbero potute essere differenze sostanziali nelle informazioni finanziarie se il regolamento (CE) 1606/2002 fosse stato applicato alle informazioni finanziarie relative agli esercizi passati;

b) immediatamente dopo le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati, una descrizione delle differenze tra il regolamento (CE) 1606/2002 adottato dall'Unione e i principi contabili adottati dall'emittente nel redigere il bilancio annuale.

Punto 8.2.a.2.

Le informazioni finanziarie sottoposte a revisione redatte conformemente ai principi contabili nazionali devono includere almeno:

a) lo stato patrimoniale;

b) il conto economico;

c) le pratiche contabili e le note esplicative.

Punto 8.2.a.3.

Relazione di revisione. Le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati devono essere sottoposte a revisione contabile indipendente. La relazione di revisione è redatta conformemente alla direttiva 2014/56/UE e al regolamento (UE) 537/2014. Se non si applicano la direttiva 2014/56/UE e il regolamento (UE) 537/2014:

a) le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati devono essere sottoposte a revisione contabile oppure devono essere oggetto di una dichiarazione che attesti che, ai fini della redazione del documento di registrazione, esse forniscono un quadro fedele e corretto, conformemente ai principi contabili vigenti nello Stato membro oppure a principi equivalenti. In caso contrario, nel documento di registrazione devono essere inserite le seguenti informazioni:

i) un'apposita dichiarazione che illustri i principi contabili applicati;

ii) la spiegazione di eventuali scostamenti significativi rispetto ai principi di revisione contabile internazionali;

b) una dichiarazione attestante che le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati sono state sottoposte a revisione. Qualora i revisori legali si siano rifiutati di redigere le relazioni di revisione sulle informazioni finanziarie relative agli esercizi

passati ovvero qualora le relazioni contengano rilievi, modifiche di pareri, clausole di esclusione di responsabilità od osservazioni, tali rifiuti, rilievi, modifiche, clausole di esclusione di responsabilità od osservazioni devono essere riprodotti integralmente e motivati.

Punto 8.3.

Procedimenti giudiziari e arbitrali Indicazione di eventuali procedimenti amministrativi, giudiziari o arbitrali (compresi eventuali procedimenti di questo tipo in corso o previsti di cui l'impresa sia a conoscenza), per un periodo relativo almeno ai 12 mesi precedenti, che possano avere, o abbiano avuto nel recente passato, rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria o la redditività dell'emittente e/o del gruppo. In assenza di tali procedimenti, inserire un'ideale dichiarazione negativa.

Punto 8.4.

Rilevanti variazioni negative della situazione finanziaria dell'emittente qualora l'emittente abbia redatto i bilanci, includere una dichiarazione attestante che non si sono verificate rilevanti variazioni negative della situazione finanziaria o delle prospettive future dell'emittente dalla data dell'ultimo bilancio sottoposto a revisione pubblicato. Qualora si sia verificata una rilevante variazione negativa, ne deve essere fatta menzione nel documento di registrazione.

SEZIONE 9 – *DOCUMENTI DISPONIBILI*

Punto 9.1.

Una dichiarazione indicante che per la durata di validità del documento di registrazione possono essere consultati, se del caso, i seguenti documenti:

- a) l'atto costitutivo e lo statuto aggiornato dell'emittente;
- b) tutte le relazioni, le lettere e altri documenti, le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati, le valutazioni e i pareri redatti da esperti su richiesta dell'emittente di cui sia stata inserita parte nel documento di registrazione ovvero a cui il documento di registrazione faccia riferimento. L'indicazione del sito web sul quale è possibile consultare i documenti.

5.

Rischi e vigilanza nella *securitization*

5.1. I rischi dell'operazione

Qualsiasi impresa deve considerare il rischio come una condizione per la sua esistenza¹. La *securitization* è un'operazione per sua natura complessa ed è soggetta a diversi fattori di rischio, alcuni dei quali sono già insiti nelle attività sottostanti prima della trasformazione in ABS, mentre altri trovano luce solo come conseguenza dell'operazione. L'impresa che decida di “gestire” tale tipo *business* deve comunque tener conto che i principali fattori di rischio che caratterizzano le operazioni di cartolarizzazione sono il rischio di credito, il rischio legale, il rischio informativo, il rischio di tasso e il rischio di liquidità².

5.1.1. Il rischio di credito

Nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione il rischio di credito si configura come il rischio di solvibilità delle parti coinvolte, ovvero l'eventualità che i soggetti coinvolti non siano in grado di far fronte al pagamento della quota capitale e degli interessi dei titoli. La situazione di insolvenza dei debitori ceduti può comportare delle perdite che vengono così trasferite ai possessori dei titoli in proporzione al grado gerarchico degli stessi.

¹ Il tema dei rischi nell'impresa è stata oggetto di una ricca letteratura. Seppur in modo non esaustivo, si fa rimando alle opere seguenti: V. Cantino (2000), *Rischio di cambio, tecniche di gestione e di rilevazione*, Giuffrè, Milano; F. Culasso (2009), *Gestione del rischio e controllo strategico. Un'ottica sistemica aziendale*, Giappichelli, Torino; G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano; F. Dezzani (1971), *Rischi e politiche d'impresa*, Giuffrè, Milano; G. Zappa (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè, Milano, p. 226 ss.

² C. Giannotti (2004), *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano.

Il rischio di credito connesso ai titoli dipende dal livello di correlazione degli *asset* sottostanti, che costituiscono il portafoglio di crediti oggetto di cartolarizzazione, e la quota di rischio trasferita ai terzi³.

Un metodo per mitigare il rischio di credito è rappresentato dall'ampliamento del grado di diversificazione dei crediti. Sarebbe opportuno diversificare gli *assets* secondo differenti criteri, quali ad esempio settori di attività, area geografica, tipologia di debitori. Tuttavia, in questo modo si rischia di complicare notevolmente la gestione dei flussi di cassa: risulta infatti molto più semplice la gestione di una sola tipologia di crediti. I portafogli costituiti da NPL cartolarizzati dagli istituti di credito sono spesso composti da crediti ad elevata concentrazione geografica e pertanto molto esposti all'andamento dell'economia di una ristretta area geografica, mentre sarebbe opportuno minimizzare il rischio diversificando il *pool* di crediti. Questo aspetto rappresenta una difficoltà soprattutto per le istituzioni finanziarie che sono connotate da una forte radicalizzazione su porzioni di territorio relativamente delimitate, che sono dunque fortemente legate all'economia locale, mentre per gli *originator* di dimensioni maggiori è più semplice raggiungere un adeguato grado di diversificazione territoriale.

Un altro metodo per mitigare il rischio è la possibilità di inserire clausole di rimborso anticipato, quali *call option* e *trigger event*. La *call option* consente alla società veicolo di rimborsare anticipatamente la quota capitale sui titoli oppure all'*originator* di riacquistare gli *assets* prima della scadenza. L'esercizio dell'opzione permette di rimborsare alla pari i titoli e l'estinzione anticipata dell'attività. La *clean up call* è un particolare tipo di opzione che consente all'*originator* di acquistare il portafoglio quando il valore dei crediti è crollato sotto una determinata soglia, che generalmente è compresa tra il 5% e il 10% del valore iniziale del *pool* di crediti⁴. Di solito viene associato alla *call option* un meccanismo di *step up*, che in caso di mancato esercizio dell'opzione determina un incremento della remunerazione dei titoli per gli investitori. Il *trigger event* permette la chiusura anticipata dell'operazione qualora si riscontrino degli eventi, stabiliti in fase contrattuale, attraverso una semplice comunicazione alla società veicolo o all'*originator*. Questa clausola costringe la società

³ Sul tema degli *asset* da cartolarizzare e dai relativi rischi si veda tra gli altri, B.N. Ashraf (2017), *Political institutions and bank risk-taking behavior*, "Journal of Financial Stability", n. 29, pp. 13-39; S. Agarwal, Y. Chang, A. Yavas (2012), *Adverse selection in mortgage securitization*, "Journal of Financial Economics", Vol. 105, n. 3, pp. 640-660.

⁴ Moody's Investor Service (2000), *La vita è bella, quasi: individuazione dei limiti della legge italiana sulla cartolarizzazione in tema di riduzione del rischio di fallimento*, Special Report.

veicolo a remunerare i titoli oppure l'*originator* a riacquistare nuovamente gli *assets* ceduti. Gli eventi normalmente previsti al verificarsi dei quali è possibile far valere la clausola possono essere distinti in economici e non economici: la differenza tra i due tipi è che i primi sono legati alle performance dei titoli, ad esempio una mancata remunerazione di interessi sui titoli.

Con l'adozione di queste clausole i costi in capo all'*originator* si riducono, in quanto il rischio trasferito ai sottoscrittori dei titoli diminuisce, mentre parte del rischio di credito resta in capo al cedente stesso.

5.1.2. *Il rischio di liquidità*

Il rischio di liquidità si configura come l'eventualità che i flussi di cassa generati dagli *assets* sottostanti non siano in grado di remunerare adeguatamente, ovvero come previsto dal contratto, i portatori dei titoli ABS. Questo rischio può essere definito anche come attitudine del titolo di essere scambiato e ceduto sul mercato ad un prezzo che rappresenti il suo valore effettivo. Un indicatore della liquidità di un titolo è rappresentato dall'ampiezza dello *spread* tra il prezzo cui il *dealer* è disposto ad acquistarlo e il prezzo di offerta stabilito dallo stesso per il titolo. Se il differenziale è maggiore, il rischio di liquidità sarà più elevato. Nel caso in cui gli investitori non siano interessati a scambiare il titolo sul mercato questa tipologia di rischio non sarà molto significativa.

Esistono alcuni fattori che possono accrescere il rischio di liquidità. Ci sono fattori legati alla reputazione e all'immagine dei soggetti coinvolti nell'operazione, che potrebbero essere danneggiate, ad esempio da un *downgrade*, e generare perdite di fiducia da parte del pubblico. Ci sono poi fattori esterni, legati a condizioni socio-politiche, a congiunture economiche che si riflettono in crisi dei mercati finanziari, eventi calamitosi e altri appartenenti al contesto ambientale in cui i soggetti si trovano ad operare.

5.1.3. *Il rischio legale*

Il rischio legale è correlato al giusto utilizzo e alla correttezza della documentazione contrattuale dell'operazione di cartolarizzazione e alla solidità giuridica della struttura. Se l'articolazione dell'operazione di *securitization* risulta particolarmente complessa, il rischio legale sarà più elevato. In quest'ottica assume grande rilevanza l'intervento di soggetti qualificati indipendenti che forniscano un giudizio sintetico sul merito creditizio dei titoli, posto a tutela degli interessi degli investitori.

È necessario che l'operazione non presenti errori di forma in nessuna delle sue fasi. La cessione degli *assets* alla società veicolo deve essere priva di vizi

formali e sostanziali, sia sotto il profilo soggettivo, ad esempio la titolarità delle attività, sia sotto il profilo oggettivo, devono essere rispettate i requisiti e le formalità previste dalla normativa. La cessione deve essere opponibile ai terzi, in particolare ai debitori ceduti e deve consentire l'alienazione delle garanzie collegate agli attivi sottostanti, nel rispetto della normativa vigente. Occorre prestare particolare attenzione alle garanzie esterne e alla posizione del garante, per capire se questi abbia la facoltà di limitare la propria responsabilità al verificarsi di determinati eventi, quali ad esempio la mancata remunerazione del corrispettivo stabilito da parte del veicolo.

Occorre anche che sia prevista la possibilità di variare i soggetti che prendono in qualche modo parte all'operazione, come ad esempio il *servicer*. In caso di fallimento del *servicer*, dei debitori ceduti o dell'*originator*, gli interessi degli investitori non dovrebbero uscirne danneggiati. In questa evenienza è fondamentale che il portafoglio di crediti cartolarizzato sia giuridicamente isolato, con tutte le conseguenze connesse all'esercizio dell'azione revocatoria fallimentare, che potrebbe annullare il trasferimento delle attività alla società veicolo. La questione è particolarmente delicata in caso di cessione di crediti futuri, in quanto questi potrebbero entrare a far parte della massa fallimentare del cedente. Ancor più delicato è il tema dell'eventuale fallimento della società veicolo. In questo caso le conseguenze per i possessori di titoli sarebbero piuttosto gravi. È dunque opportuno strutturare l'operazione in modo tale da ridurre al minimo questo rischio, predeterminando già in fase di costituzione l'ambito di operatività della società veicolo, limitando l'oggetto sociale e l'attività operativa, l'indipendenza per ciò che concerne scelte gestionali degli amministratori e stabilendo l'impossibilità di attuare operazioni straordinarie. Alla società deve essere garantita un'autonomia coerente con le operazioni che deve svolgere, senza comportare difficoltà nell'assolvimento del suo scopo istituzionale. L'oggetto sociale deve essere limitato allo svolgimento dell'operazione di *securitization* e alla remunerazione nelle tempistiche prestabilite dei possessori dei titoli, al fine di minimizzare il rischio di insolvenza.

Altro importante aspetto da tenere sotto controllo è il rischio di generare confusione tra patrimoni e crediti derivanti da operazioni di cartolarizzazione differenti in capo a uno stesso SPV. In questi casi deve essere garantito un collegamento diretto tra flussi in entrata originati dalla gestione del *pool* di crediti e flussi in uscita destinati alla remunerazione degli investitori.

5.1.4. Il rischio di tassi di interesse

Il rischio di tasso di interesse rappresenta l'eventualità di subire perdite originate da movimenti sfavorevoli dei tassi di interesse. Per i titoli ABS, così

come per tutti i titoli a reddito fisso, il prezzo è soggetto a variazioni in base ai movimenti che avvengono nei tassi di interesse all'interno del mercato. In particolare, un aumento dei tassi di interesse comporta un deprezzamento delle attività: esiste una correlazione inversa tra prezzo e rendimento. Per i titoli a tasso variabile, invece, le variazioni di prezzo sono più limitate in quanto la redditività riflette i movimenti che avvengono nei tassi di interesse nel mercato.

Una misura dell'esposizione alla variazione dei tassi è la *duration*, che esprime la sensibilità del prezzo di un titolo a variazioni inattese dei tassi di interesse: più è basso il valore della *duration*, meno un titolo è volatile e esposto alla variazione dei tassi. La *duration* è a sua volta correlata alla durata del titolo, più questa è lunga, più elevata sarà la *duration*.

Un ulteriore rischio collegato ai tassi di interesse è costituito dal nesso che può esserci tra la loro variazione e la velocità dei rimborsi anticipati dei crediti sottostanti, che di conseguenza può influire sui rendimenti dei titoli.

5.1.5. *Il rischio informativo*

L'operazione di cartolarizzazione presenta dei rischi anche sotto il profilo informativo per quanto concerne ad esempio gli obblighi di vigilanza, la rappresentazione dell'operazione nella documentazione che compone il bilancio, l'adempimento in tema di trasparenza nella fase di collocamento dei titoli sul mercato.

Uno di rischi può essere rappresentato dall'interruzione dei flussi informativi tra intermediario finanziario che cede i crediti e la Banca d'Italia, che causerebbe pregiudizio al servizio di centralizzazione della gestione dei rischi di insolvenza. Il rischio è che l'operazione non consenta la continuità e gli adeguati livelli di qualità delle informazioni messe a disposizione degli investitori⁵. Sarebbe dunque opportuno che l'operazione sia neutrale rispetto alle necessità informative della centrale rischi e, nonostante la cessione dei crediti alla società veicolo, sia garantito il flusso informativo tra intermediario finanziario *originator* e la Banca d'Italia.

Per ciò che concerne la rilevazione dell'operazione nella *disclosure* di bilancio, occorre che le informazioni fornite siano idonee a fornire un'adeguata rappresentazione della cartolarizzazione agli investitori, che consenta di recepire i rischi ad essa connessi, nonché i relativi obiettivi e i benefici.

Per quanto riguarda la trasparenza informativa nella fase di collocamento

⁵ A. Carretta (2002), *Evoluzione dei modelli di intermediazione finanziaria, cambiamento della cultura bancaria e ruolo delle Centrali dei rischi*, Relazione al Convegno "La centrale dei rischi nella gestione del credito: esperienze e prospettive", SADIBA, Perugia.

sul mercato dei titoli, le informazioni devono essere conformi alla normativa vigente, veritiere e precise nell'ottica di favorire la standardizzazione e la comparabilità con altre operazioni, a tutela degli investitori⁶. Gli investitori devono avere a disposizione informazioni idonee a poter esprimere un giudizio sull'operazione il più possibile preciso al fine di accrescere il livello di consapevolezza nell'investimento. La trasparenza dell'informativa deve rappresentare un obiettivo anche per l'*originator*, in quanto, se il mercato dovesse percepire un rischio più alto di quello evidenziato e si presentassero delle perdite, ne potrebbe derivare un danno reputazionale tale da generare ripercussioni sulle operazioni future dello stesso.

Tuttavia, non è semplice capire quali e quante informazioni sia utile fornire per assolvere allo scopo. Ad esempio, potrebbe non essere un vantaggio fornire un elevato numero di informazioni, anzi, potrebbe trasformarsi in un danno, in quanto il mercato potrebbe essere in questo modo confuso ed incerto nelle scelte da effettuare. È dunque opportuno fornire informazioni sulla remunerazione, sul *rating*, sul rapporto tra i soggetti coinvolti, sui conflitti d'interesse, sulla descrizione delle tranche dei titoli e gli altri dati che possono aiutare gli investitori a prendere una decisione consapevole. Le informazioni devono essere chiare, precise e di facile comprensione anche per i soggetti terzi e deve essere garantito un lasso di tempo sufficiente per procedere alla valutazione.

I prospetti informativi devono evidenziare in maniera inequivocabile il contenuto, le tempistiche e i canali di distribuzione adottati per la diffusione delle informazioni. I documenti devono inoltre fornire informazioni circa le caratteristiche e la qualità del *pool* di crediti, il grado di subordinazione dei titoli e le variazioni che possono impattare sulle loro performance.

5.2. I controlli di vigilanza

Nel contesto normativo nazionale il compito di vigilare sull'operato degli intermediari finanziari e sul mercato in cui questi operano è affidato a diverse autorità: la Banca d'Italia, la Consob e il Mef. L'obiettivo perseguito dalle autorità è quello di garantire la trasparenza nel mercato e una corretta gestione aziendale degli enti, tale da preservarne la solidità patrimoniale e tutelare così gli investitori, proprio in virtù della fondamentale utilità sociale ed economica che questi operatori ricoprono.

⁶ M. Anolli (2000), *La securitization: considerazioni per lo sviluppo di un mercato secondario di asset backed securities*, "Banca Notizie", n. 10.

In quest'ottica, la tutela degli investitori nelle operazioni di *securitization* è da ricercarsi nella trasparenza informativa che deve evidenziare le caratteristiche del portafoglio di crediti e i flussi finanziari che esso è in grado di generare a beneficio dei possessori degli ABS. La cartolarizzazione è un'operazione che crea una connessione tra mercato creditizio e mercato degli strumenti finanziari: i due mercati sono tra loro quasi opposti in quanto nel primo le informazioni sono riservate, mentre nell'altro le informazioni sono necessariamente pubbliche per la tutela degli investitori. Pertanto, le operazioni di cartolarizzazione sono oggetto di particolare interesse per le autorità di vigilanza, in virtù del potenziale rischio che rappresentano e per le asimmetrie informative che le caratterizzano a causa della loro complessità.

La stessa Legge 130/1999 prevede la necessità di intervento degli organi di vigilanza per il controllo nelle varie fasi della cartolarizzazione e la verifica della condotta dei soggetti coinvolti. Ad esempio, l'emissione dei titoli è soggetta a vigilanza della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 129 T.U.B., così come è necessario che la documentazione relativa all'offerta di collocamento sia approvata dalla Consob.

Come accennato, il ruolo delle autorità di vigilanza è anche quello di garantire la corretta gestione aziendale degli intermediari finanziari, per la preservazione del tessuto economico sociale, data la funzione fondamentale che essi svolgono. In quest'ottica, è necessario che i rischi cui gli istituti creditizi sono esposti, che possono generare perdite, trovino adeguata copertura nel capitale proprio degli stessi, in modo tale da tutelare i diritti dei terzi finanziatori.

In ambito di misurazione dei rischi e gestione del capitale e vigilanza bancaria ha avuto un ruolo fondamentale a livello internazionale il Comitato di Basilea. Questo è stato costituito nel 1974 dai governatori delle banche centrali dei paesi economicamente più sviluppati per promuovere una collaborazione e un'armonizzazione tra le autorità di vigilanza bancarie nazionali. Il Comitato ha come ruolo fondamentale la responsabilizzazione delle autorità nazionali al fine di fornire una vigilanza adeguata delle attività bancarie a livello globale, producendo proposte ed accordi da recepire in seguito a livello nazionale ed applicati da tutte le autorità di vigilanza. Il Comitato ha elaborato inoltre le linee guida inerenti i requisiti patrimoniali e prudenziali degli istituti creditizi, definendo gli standard sulla regolamentazione prudenziale del settore bancario, in modo da rafforzare la solidità e la stabilità del sistema bancario internazionale.

I principali accordi stipulati dal Comitato sono tre, denominati Basilea I, Basilea II e Basilea III; questi definiscono gli assetti di vigilanza prudenziale cui le banche devono attenersi. Gli accordi sono stati in seguito recepiti dalle

autorità di oltre cento paesi. In una prima fase gli obblighi riguardavano solamente gli intermediari che operavano a livello internazionale, tuttavia a livello nazionale molte autorità hanno optato per imporre gli assetti previsti anche alle banche di minori dimensioni.

Le necessità che hanno portato a uniformare a livello globale i requisiti patrimoniale sono diverse. In primo luogo, come accennato, ha giocato un ruolo fondamentale l'esigenza di indurre gli istituti di credito a non assumere rischi eccessivi tali da comprometterne la solvibilità. Altra esigenza era quella di garantire la solidità dell'intero sistema finanziario internazionale imponendo l'adozione di requisiti patrimoniali minimi agli intermediari che operano a livello globale. Infine, era necessario superare le distorsioni operate dalle diverse normative nazionali nell'ambito del processo che stava portando alla creazione di un mercato finanziario globale.

5.2.1. *Basilea I*⁷

Nel primo incontro, avvenuto nel 1988, il Comitato si è preoccupato del rischio di credito. Il Comitato ha identificato il requisito minimo di capitale per il rischio di credito, stabilendo che in base al rischio assunto, l'istituto dovesse accantonare un determinato ammontare di capitale.

Il patrimonio minimo è calcolato come somma algebrica di una serie di elementi positivi e negativi, la cui computabilità è ammessa in relazione alla qualità patrimoniale ad essi riconosciuta. Il patrimonio di vigilanza è costituito dalla somma del patrimonio di base (tier 1) e del patrimonio supplementare (tier 2), che non può rappresentare più del 50% del patrimonio totale.

Il patrimonio di base è costituito da poste ad elevato grado di certezza e solvibilità, quali capitale azionario, riserve patrimoniali e altri fondi generali.

Il patrimonio supplementare è composto dalle riserve occulte, di rivalutazione, fondi rischi e prestiti subordinati ordinari.

Il rischio di credito è rappresentato da una serie di ponderazioni attribuite alle attività possedute dalla banca:

- 0% per il contante e i valori assimilati, crediti verso l'UE, governi e banche centrali dei paesi OCSE;
- 20% per i crediti verso le banche e gli enti pubblici dei paesi OCSE;
- 50% per i mutui ipotecari concessi per acquisto di immobili residenziali;
- 100% per i crediti verso il settore privato e verso soggetti dei paesi non OCSE, partecipazioni in altre imprese.

⁷ Comitato di Basilea (1988), *Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali*.

Le ponderazioni stabilite per le attività fuori bilancio sono:

- 0% per gli impegni analoghi all'erogazione di credito con scadenza inferiore all'anno;
- 20% per impegni di firma legati ad operazioni commerciali;
- 50% per le facilitazioni in appoggio all'emissione di titoli e altri impegni all'erogazione di credito con scadenza superiore all'anno;
- 100% per sostituti diretti dal credito e cessione di attività pro solvendo con rischio di credito in capo alla banca.

Il Comitato ha stabilito l'adozione di un coefficiente di solvibilità per quantificare l'ammontare minimo del patrimonio di vigilanza che gli istituti dovevano detenere in rapporto alla sommatoria delle attività ponderate per il rischio. Tale rapporto doveva essere superiore o uguale all'8%.

La scelta di porre in essere un'operazione di *securitization* può essere influenzata dall'esigenza degli intermediari finanziari di migliorare i propri indici e il patrimonio di vigilanza. I limiti imposti dall'accordo sono piuttosto condizionanti per gli istituti di credito e sono tali da indirizzare le operazioni svolte e le scelte strategiche. La cartolarizzazione consente di variare il coefficiente di solvibilità e di rendere meno oneroso il rispetto dei coefficienti patrimoniali minimi richiesti, senza cambiare sostanzialmente il portafoglio di attività (arbitraggio regolamentare). Questa è stata infatti una delle principali reazioni dei mercati in seguito all'introduzione dell'accordo, per eludere il costo imposto dal congelamento di capitali. Attraverso la *securitization*, infatti, si ottiene l'obiettivo di cambiare la composizione qualitativa e quantitativa delle attività in bilancio e, di conseguenza, anche il risultato delle ponderazioni di rischio. Il coefficiente potrebbe così essere modificato cartolarizzando gli attivi caratterizzati da alta percentuale di ponderazione, che vengono così eliminati dal bilancio dell'*originator* e ceduti alla società veicolo, in contropartita delle disponibilità liquide che il cedente riceve, che possono essere investite in attività a bassa ponderazione o utilizzate per ridurre le posizioni debitorie. L'accordo non prevedeva una specifica ponderazione per i titoli ABS nel calcolo del coefficiente.

5.2.2. Basilea II⁸

A seguito della stipula del primo accordo, in conseguenza delle reazioni degli intermediari finanziari, la normativa ha mostrato dei limiti, in particolare:

⁸ Comitato di Basilea (2004), *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*.

- i presidi erano incentrati principalmente sul solo rischio di credito, senza considerare gli altri fattori di rischio;
- le disposizioni prevedevano una differenziazione del rischio di credito corrente, i crediti verso imprese private erano soggetti alla stessa ponderazione, senza verifica del *rating*;
- la ponderazione non teneva molto conto del nesso tra scadenza e rischio di credito;
- non era previsto un riconoscimento della diversificazione dei portafogli di attività.

Anche per superare questi limiti, nel 2004 il Comitato ha proposto una revisione del primo accordo, creando un nuovo modello, Basilea II, che ha introdotto uno schema basato su tre pilastri fondamentali:

- nuovi requisiti patrimoniali;
- attività di supervisione delle banche da parte degli organi di vigilanza;
- rafforzamento della disciplina di mercato.

Il primo pilastro riguarda i requisiti patrimoniali. Rispetto al precedente accordo viene preso in considerazione anche il rischio operativo. Per il calcolo del patrimonio minimo possono essere adottate due metodologie:

- l'approccio standard, che si basa sulla valutazione esterna del merito creditizio, effettuata da un'agenzia di *rating* indipendente: a un *rating* minore viene associata una ponderazione maggiore e viceversa;
- l'approccio basato sui *rating* interni, nel quale la valutazione del merito creditizio viene effettuata direttamente dall'istituto bancario, che se ne assume la responsabilità, secondo gli elementi fondamentali individuati dall'accordo: probabilità di insolvenza ad un anno, la percentuale presunta di perdita in caso di inadempienza, rischio di esposizione, la scadenza del credito, diversificazione e correlazione tra prenditori.

Il rischio operativo è definito come il rischio di perdite derivanti dall'ineadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni. Il requisito patrimoniale per questo fattore di rischio è stato ideato per la copertura delle perdite inattese oltre che di quelle attese. Gli approcci adottabili sono:

- l'approccio dell'indicatore di base, che prevede il calcolo del requisito patrimoniale in base al margine di intermediazione dell'istituto;
- l'approccio standardizzato, in cui il requisito è calcolato separatamente per linee della banca, divise per grado di rischio;
- approcci avanzati, sviluppati sulla base di modelli interni di gestione del rischio dei singoli istituti.

Il secondo pilastro è rappresentato dal lavoro di supervisione sul processo di valutazione dei rischi svolto dalle autorità di vigilanza. Il controllo prudenziale prevede che le banche si dotino di un sistema di procedure per la determinazione dell'adeguatezza patrimoniale e sviluppino una strategia per la sua gestione. Queste procedure devono essere valutate dalle autorità di vigilanza, che possono anche richiederne un'implementazione adeguando i coefficienti a livelli superiori a quelli minimi richiesti. Inoltre, gli organismi di vigilanza devono supervisionare il rispetto dei requisiti stabiliti ed intervenire in caso di inadempienza da parte degli istituti.

Il terzo pilastro prevede che le banche debbano diffondere le informazioni rilevanti e pubblicare la composizione del patrimonio e delle attività a rischio, la distribuzione delle esposizioni tra le diverse fasce di probabilità di insolvenza e il tasso di *default* registrato per ogni classe di *rating*, le procedure di controllo del rischio adottate, le pratiche contabili e i criteri di allocazione del capitale all'interno della banca. Le informazioni devono essere pubblicate con cadenza semestrale. L'obiettivo è quello di favorire un controllo diretto da parte del mercato, consentendo agli investitori di avere informazioni sufficienti per valutare l'adeguatezza patrimoniale di ogni istituto.

Il nuovo accordo disciplina anche le operazioni di cartolarizzazione dal punto di vista prudenziale, per evitare le *securitization* realizzate al solo scopo di aggirare la precedente normativa e adeguare così il quadro normativo. La novità consiste nella previsione che l'applicazione dei requisiti prudenziali debba fondarsi non sulla forma giuridica della transazione, bensì sull'effettivo contesto economico, facendo prevalere la sostanza sulla forma. L'obiettivo è quello di rendere neutrale l'applicazione dei coefficienti patrimoniali a un portafoglio di attività non cartolarizzato rispetto a un *pool* di *assets* oggetto di cartolarizzazione, nei casi in cui continua ad esistere un legame tra cedente ed esposizioni cartolarizzate. Il principio di fondo è che la *securitization* non cambia il livello di rischio riferito ai sottostanti e, pertanto, il requisito patrimoniale calcolato deve essere uguale a quello che si avrebbe in assenza dell'operazione.

In particolare, l'accordo stabilisce che l'*originator* ha facoltà di escludere le attività cartolarizzate dal calcolo delle esposizioni ponderate per il rischio se sono soddisfatte le seguenti condizioni:

- presenza di un significativo trasferimento del rischio di credito a terzi;
- *asset* ceduti giuridicamente isolati dal cedente in modo da garantire una separazione patrimoniale rispetto alle possibili azioni dei creditori;
- mancanza di controllo, anche indiretto, sulle attività cedute;
- titoli emessi non siano obbligazioni dell'*originator*;

- il cessionario è una SPV;
- assenza di clausole che impongano al cedente di modificare la composizione del portafoglio per migliorarne la qualità o di *credit enhancement* da parte dell'*originator*.

Il cedente, dunque, deve essere al riparo da qualsiasi forma di intervento a supporto dell'operazione.

Il rischio di credito derivante da un'operazione di cartolarizzazione è determinato da due fattori:

- il rischio di credito relativo alle attività cartolarizzate;
- il rischio di credito relativo alle modalità di distribuzione del rischio nell'operazione.

Sono previsti diversi metodi di calcolo del valore ponderato delle esposizioni, che dipendono dall'approccio adottato da ogni istituto per la valutazione delle proprie esposizioni non cartolarizzate. Se viene adottato l'approccio standard, il valore è calcolato moltiplicando l'ammontare nozionale della posizione per il corrispondente fattore di ponderazione determinato in funzione del *rating* esterno attribuito. Per le esposizioni fuori bilancio derivanti da cartolarizzazioni, la banca deve applicare un fattore di conversione creditizia, ponderando il rischio per l'ammontare di equivalente creditizio. Con questo strumento è possibile stimare il valore di bilancio di un'esposizione fuori bilancio.

5.2.3. Basilea III⁹

La crisi economica e finanziaria iniziata nel 2007 ha portato alla luce i limiti dell'accordo Basilea II, rendendo nuovamente necessaria una revisione dell'accordo, motivo per il quale il Comitato si è riunito nel 2010. Le nuove disposizioni, entrate in vigore nel 2013, sono state affiancate da un periodo transitorio terminato nel 2018, per consentire un graduale adeguamento da parte degli operatori.

Le necessità alla base del nuovo accordo erano il rafforzamento dei requisiti patrimoniali, contenimento nella gestione dei rischi e disciplina del mercato. Il rafforzamento del sistema bancario è necessario per fronteggiare gli shock interni ed esterni.

Il nuovo accordo ha confermato il precedente *framework* di Basilea II, articolato in tre pilastri, introducendo alcune integrazioni:

⁹ Comitato di Basilea (2010), *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*.

- innalzamento della qualità del capitale ed introduzione di requisiti patrimoniali minimi più elevati, ad esempio mediante l'aumento dal 2% al 4,5% del livello minimo per il *common equity* (capitale di qualità più elevata) e l'introduzione di un *capital conservation buffer* del 2,5%, portando così il tier 1 al 7%;
- estensione della copertura dei rischi per le attività di *trading*, le cartolarizzazioni, le esposizioni verso i veicoli fuori bilancio e il rischio di controparte connesso all'operatività in derivati;
- introduzione di un indice di leva finanziaria armonizzato per contenere l'eccessivo accumulo di leva nel sistema;
- miglioramento degli standard del processo di controllo prudenziale e dell'informativa al pubblico per la disciplina di mercato;
- introduzione di indici minimi di liquidità: il *liquidity coverage ratio*, di breve periodo, e *net stable funding ratio*, di medio-lungo periodo.

Tuttavia, è emerso che la calibrazione delle attività fuori bilancio, come ad esempio le cartolarizzazioni, fosse troppo punitiva, in quanto causerebbe un significativo incremento delle attività ponderate per il rischio. Il Comitato ha dunque elaborato alcuni documenti per attenuare l'effetto sugli operatori. Uno di questi è il “*Revisions to the securitisation framework – Amended to include the alternative capital treatment for simple, transparent and comparable securitisation*”, pubblicato nel dicembre 2014 ed applicato dal 2018. Lo scopo del documento è quello di garantire un rafforzamento dei requisiti patrimoniali per le esposizioni da cartolarizzazione. Il timore era quello che le banche facessero troppo affidamento al *rating* esterno, col rischio di sottostimare le ponderazioni per le esposizioni con *rating* elevato e viceversa. Nel documento sono stati rivisti anche gli approcci per le esposizioni originate da operazioni di cartolarizzazione, prevedendo tre approcci:

- *securitisation internal ratings-based approach*;
- *securitisation external ratings-based approach*;
- *securitisation standardised approach*.

L'adozione di uno dei metodi indicati non deriva più dal ruolo assunto dalla banca nell'operazione, né dall'approccio che la stessa applica al portafoglio di attività sottostanti, bensì dalla quantità e dalla qualità delle informazioni a disposizione e dalla tipologia di analisi che è possibile condurre su ciascuna operazione.

Nel documento si fa riferimento al tema delle cartolarizzazioni semplici e trasparenti, i cui principi dovrebbero agevolare nella valutazione dei rischi e benefici legati a ciascuna operazione di *securitization* e consentire una più agevole comparabilità tra operazioni. I requisiti sono i seguenti:

- semplicità: riferita all'omogeneità delle attività sottostanti, dotate di caratteristiche e di una struttura semplici;
- trasparenza: l'obiettivo è quello di fornire informazioni sufficienti ed adeguate sulle attività, sulla struttura e sulle parti coinvolte, per una migliore comprensione dei rischi connessi;
- comparabilità: concerne la possibilità di effettuare confronti immediati con altri prodotti analoghi.

Gli intermediari finanziari dovrebbero applicare il *securitisation framework* per le cartolarizzazioni tradizionali, avendo riguardo alla sostanza economica nella valutazione del patrimonio di vigilanza. La cartolarizzazione è tradizionale quando si tratta di una struttura in cui il flusso di cassa derivante da un sottostante portafoglio di esposizioni è utilizzato per servire almeno due differenti stratificate posizioni di rischio (*tranches*), rappresentanti differenti gradi di rischiosità in termini di rischio di credito e il pagamento agli investitori dipende dalla performance degli assets sottostanti.

L'*originator* può escludere dal calcolo le esposizioni sottostanti solo se ricorrono le seguenti condizioni:

- presenza di un significativo trasferimento del rischio di credito a terzi;
- mancanza di controllo, anche indiretto, sulle attività cedute;
- titoli emessi non siano obbligazioni dell'*originator*;
- il cessionario è una SPV;
- assenza di clausole che impongano al cedente di modificare la composizione del portafoglio per migliorarne la qualità, a meno che non sia operata tramite la cessione a terzi indipendenti a prezzi di mercato.

L'importo del capitale regolamentare per le operazioni di cartolarizzazione è determinato moltiplicando l'ammontare dell'esposizione per il fattore di rischio individuato in base all'approccio scelto. Se la banca non possiede una conoscenza approfondita delle caratteristiche e delle tipologie di rischio connesse all'operazione e alle attività sottostanti e non ha accesso alle informazioni relative all'andamento dell'operazione, deve assegnare alle proprie esposizioni una ponderazione per il rischio pari al 1250%, in ottemperanza a quanto stabilito da Basilea III.

6.

Casi di cartolarizzazione di crediti

6.1. Premessa

La cartolarizzazione si è estesa sempre più, anche grazie a interventi normativi, a strumento di cartolarizzazione dei crediti, da un lato come forma di *shadow banking* per agevolare l'accesso delle imprese al credito, dall'altro come potenziale strumento di deconsolidamento delle esposizioni bancarie.

Al fine di dare una dimensione delle cartolarizzazioni avvenute in questi anni nelle seguenti tabelle vengono illustrati le cartolarizzazioni degli ultimi dieci anni dei prestiti bancari.

Tabella 1. – *Cartolarizzazioni di prestiti bancari per tipologia e settore di controparte: totale. (Consistenza di fine periodo in milioni di euro)*

SERIE STORICA	Totale circolarizzazioni								
	Data dell'osservazione	Altri residenti in Italia		Altri residenti in Italia					
		Valore	Di cui: sofferenze	Valore	Assicurazioni, fondi pensione e OFIs residenti	Società non finanziarie residenti	Banche: cartolarizzazioni di prestiti - famiglie residenti		
							Credito al consumo	Acquisto abitazioni	Altri prestiti
31/12/2020	305.478,66	172.302,46	304.050,28	5.331,62	164.556,45	134.162,21	41.174,09	48.999,33	43.988,79
31/12/2019	304.863,59	166.010,53	303.297,74	5.670,56	153.594,8	144.032,39	33.159,45	66.499,68	44.373,26
31/12/2018	280.488,84	156.377,41	279.484,59	4.450,05	141.276,34	133.758,21	33.073,95	59.366,65	41.317,61
31/12/2017	237.615,34	118.714,73	236.658,69	4.527,22	105.505,59	126.625,89	29.555,15	63.551,71	33.519,03
31/12/2016	189.621,85	65.931,63	188.718,34	3.667,14	65.691,13	119.359,87	27.824,58	62.825,18	28.710,11
31/12/2015	119.197,98	59.324,75	119.186,87	3.513,87	64.233	123.440	24.920,74	67.531,05	30.988,21
31/12/2014	192.575,52	54.668,61	191.321,55	3.689,08	64.574,63	123.057,84	14.390,51	76.616,7	32.050,63
31/12/2013	189.858,22	37.180,89	189.173,76	4.120,81	61.913,22	123.139,73	14.775,39	80.795,13	27.569,21
31/12/2012	118.54,06	35.071,8	118.357,93	4.220,82	63.589,77	123.547,33	11.495,5	84.437,4	27.614,43
31/12/2011	204.872,8	313.000,58	204.375,85	4.069,17	51.929,97	148.376,71	10.311,97	114.440,46	23.624,28
31/12/2010	195.394,49	30.818	194.809,35	4.932,06	38.300,68	151.576,61	7.979,18	120.821,43	22.776

Fonte: rielaborazione dati Banca d'Italia-Banca e Moneta: serie nazionali 9 febbraio 2021, p.

Tabella 2. – Cartolarizzazioni di prestiti bancari per tipologia e settore di controparte: prestiti cancellati dai bilanci. (Consistenza di fine periodo in milioni di euro)

SERIE STORICA	Totale circolarizzazioni									
	Data dell'osservazione	Valore	Di cui: sofferenze	Valore	Altri residenti in Italia					
					Assicurazioni, fondi pensione e OFIs	Società non finanziarie e residenti	Banche: cartolarizzazioni di prestiti - famiglie residenti	Credito al consumo	Acquisto abitazioni	Altri prestiti
	31/12/2020	18182,189	167.835,71	180.601,83	4.494,58	126.381,21	49.726,03	4.644,29	9.519,84	35.567,9
	31/12/2019	177.728,65	163.626,77	176.541,34	4.573,83	121.473,79	50.493,72	4.903,08	10.088,57	35.502,07
	31/12/2018	158.501,75	147.435,54	157.836,82	3.798,84	111.447,58	42.590,4	5.142,96	5.933,4	31.540,4
	31/12/2017	96.156,02	86.453,	95.589,47	3.552,05	63.744,65	28.292,77	3.976,9	3.579,62	20.736,96
	31/12/2016	66.004,39	57.580,46	65.671,18	2.895,7	39.225,85	23.549,63	3.842,41	3.508,54	16.198,68
	31/12/2015	57.720,98	48.490,04	57.510,87	2.804,87	33.419,	21.287,	2.993,08	3.559,26	14.734,67
	31/12/2014	49.914,62	40.823,52	49.485,45	2.964,97	28.155,85	18.364,63	1.647,63	3.568,85	13.148,16
	31/12/2013	43.601,97	31.887,53	43.431,19	3.832,61	25.594,9	14.003,68	3.89,97	3.432,39	10.181,32
	31/12/2012	45.960,	31.773,	45.649,26	3.954,46	27.166,6	14.528,2	110,5	3.811,4	10.606,3
	31/12/2011	42.291,99	28.948,13	42.010,	3.889,02	24.533,01	13.587,96	114,9	3.505,98	9.967,08
	31/12/2010	45.373,	29.205,	45.039,93	4.788,68	24.959,02	15.292,23	726,8	4.025,43	10.540,62

Fonte: rielaborazione dati Banca d'Italia-Banca e Moneta: serie nazionali 9 febbraio 2021, p. 16.

Tabella 3. – Cartolarizzazioni di prestiti bancari per tipologia e settore di controparte: prestiti cancellati dai bilanci. (Consistenza di fine periodo in milioni di euro)

SERIE STORICA	Altri residenti							
	Data dell'osservazione	Totale	Società non finanziarie	Famiglie			Altre istituzioni finanziarie	
				Credito al consumo	Acquisto di abitazioni	Altri prestiti		
	31/12/2020	13.886,59	11.108,72	2.527,97	-227,09	1.143,42	16.116,4	350,2
	31/12/2019	9.417,93	5.684,93	3.061,07	216,84	822,55	2.019,69	67,2
	31/12/2018	16.856,77	15.694,86	5.271,34	179,89	1.349,38	3.748,08	-2.109,46
	31/12/2017	8.411,78	6.677,12	1.441,22	-37,58	223,65	1.254,98	293,43
	31/12/2016	1.431,49	1.120,8	215,16	-38,51	618,6	192,01	96,43
	31/12/2015	2.475,45	2.075,79	986,82	27,83	25,5	533,63	-86,97
	31/12/2014	10.889,29	7.876,	4.419,4	153,73	414,	2.96,74	-140,27
	31/12/2013	805,08	587,	236,	89,	70,	76,	-16,
	31/12/2012	49,99	85,	45,	43,	-11,	13,	-72,
	31/12/2011	586,	235,	410,	99,	91,	90,	-59,
	31/12/2010	1.175,01	1.437,	-84,	-26,	-111,	56,	-178,

Fonte: rielaborazione dati Banca d'Italia-Banca e Moneta: serie nazionali 9 febbraio 2021, p. 16.

Come si è potuto vedere la dimensione dei crediti cartolarizzati in Italia è molto ampia. In questo capitolo si vuole fornire un contributo allo studio inserendo due casi reali. Nel primo caso viene affrontata una “ricostruzione” di tutte le fasi dell’operazione di cartolarizzazione offrendo non solo una mera descrizione, ma lo sviluppo e l’analisi dei molteplici aspetti che l’operazione coinvolge¹. Nel secondo caso si è voluto individuare la *disclosure* relativa all’operazione inserita nel bilancio dell’*originator*.

¹ Si veda in proposito M. Chiucchi (2012), *Il metodo dello studio di caso nel management accounting*, Giappichelli, Torino; D.R. Hancock, B. Algozzine (2006), *Doing case study research: A practical guide for beginning researchers*, Teachers College Press, New York;

L'utilizzato di case studies² sono volti a delineare e meglio illustrare l'operazione trattata nei precedenti capitoli. Infatti, questa complessa operazione coinvolge una pluralità di attori e si sviluppa in diverse fasi e, pertanto, necessità di un grado elevato di analisi e approfondimento e le variabili che lo caratterizzano si prestano ad una loro scomposizione, soltanto grazie all'osservazione delle complesse relazioni tra le stesse, sia, infine, perché una ricerca qualitativa è adatta a questo studio esplorando aspetti o situazioni fino ad ora trascurati³.

6.2. Descrizione del caso ALFA S.r.l.

L'operazione che si analizzerà ha preso forma nella seconda parte dell'anno 2020, fino ad arrivare al suo *closing* nel mese di dicembre. Nel caso, per una ragione di privacy, sono stati resi anonimi tutti i nomi delle realtà coinvolte.

La cartolarizzazione è stata strutturata al fine di ottenere la *derecognition* contabile dei crediti con il significativo trasferimento del rischio (SRT).

L'operazione di cui alla presente analisi si sostanzia nella cessione da parte di trentotto banche che chiameremo Banche Cedenti di cui, trentadue appartenenti allo stesso Gruppo Bancario, ad una società veicolo appositamente costituita, *ex lege* 130/1999, ALFA S.r.l., di portafogli di crediti in sofferenza (NPLs) rivenienti da contratti di finanziamento ipotecari e chirografari per un ammontare nominale pari a Euro 680 milioni differentemente ripartito tra le varie Banche Cedenti.

La cartolarizzazione che si vuole portare a termine è con garanzia statale sulla cessione delle sofferenze (GACS). Tale operazione è stata strutturata con l'assistenza di BETA banca e di BETA2 Solutions in qualità di *co-arrangers*, mentre lo Studio GAMMA è stato il consulente legale dell'operazione. La So-

A.V. Thompson (1965), *Bureaucracy and innovation*, "Administrative Science Quarterly", Vol. 10, n. 1, pp. 1-20.

² Si veda in proposito E. Giacosa, C. Giachino, M. Stupino (2016), *Turismo in una logica combinata: un caso di studio*, "Impresa e Progetto, Journal of Management", n. 2, pp. 26-45, n. Siggelkow (2007), *Persuasion with Case studies*, "Academy of Management Journal", Vol. 50, n. 1, pp. 20-24; A. Lijphart (1971), *Comparative Politics and Comparative Method*, "American Political Science Review", Vol. 65, n. 3, pp. 691-693; K.M. Eisenhardt (1989), *Building Theories from Case Study Research*, "Academy of Management Review", Vol. 14, n. 4, pp. 532-550.

³ Si veda in proposito: F. Ricciardi, E. Giacosa, F. Culasso (2020), *Stepchildren or prodigal employees? Motives and consequences of employee entrepreneurship in family business*, "International Entrepreneurship and Management Journal", Vol. 1, n. 1, pp. 2-20; A. Bryman, E. Bell (2011), *Business research methods*, Oxford University Press, Oxford; A. Pettigrew (1990), *Longitudinal Field Research on Change: Theory and Practice*, "Organization Science", Vol. 1, n. 3, pp. 267-292.

cietà Veicolo ALFA srl ha nominato OMEGA Service spa in qualità di Master Servicer e ZETA Banca spa come Special Servicer. Le Banche Cedenti, hanno incaricato le agenzie di rating Scope Ratings, DBRS Morningstars e Moody's (le "Agenzie di Rating") al fine di assegnare un rating ai Titoli di Classe A (come di seguito definiti) emessi dalla SPV.

Il corrispettivo di cessione dei crediti è stato pagato dalla Società Veicolo a ciascuna Banca Cedente tramite l'emissione di più classi di titoli *asset backed* (Titoli) ai sensi della legge sulla cartolarizzazione e divisi in titoli senior (Titoli di Classe A o Titoli Senior), titoli mezzanine (Titoli di Classe B o Titoli Mezzanine), e titoli junior (Titoli di Classe J o Titoli Junior).

Le caratteristiche dei Titoli di Classe A sono state definite in modo tale da ottenere un *rating* pari a BBB o equivalente da tutte e tre le Agenzie di Rating⁴. I Titoli Mezzanine ed i Titoli Junior sono, invece, privi di *rating*.

Il 95% dei Titoli Mezzanine e dei Titoli Junior, a seguito di una procedura d'asta competitiva condotta con il supporto degli Arrangers ed il coinvolgimento di selezionati investitori internazionali, è stato venduto il 16 dicembre 2020 a GRIG. Tutto ciò a seguito dell'impegno irrevocabile d'acquisto sottoscritto da GRIG in data 4 dicembre 2020. Il Regolamento contabile della vendita del 95% dei Titoli di Classe B e J, inizialmente sottoscritti interamente dalle Banche Cedenti, è stato perfezionato con l'incasso del corrispettivo il 18 dicembre 2020.

Con riferimento alle attività di *servicing* del portafoglio, la Società Veicolo ha sottoscritto un contratto di *servicing* con OMEGA Service S.p.A. nel ruolo di Master Servicer che svolgerà la funzione di controllo sulla correttezza dell'operazione oggetto di analisi, e ZETA Banca S.p.A. nel ruolo di Special Servicer che, svolgerà l'attività di gestione, amministrazione, recupero ed incasso dei crediti. ZETA Banca S.p.A. è stato il soggetto che nella fase preliminare della strutturazione della cartolarizzazione ha curato sia la Data Remediation che la Due Diligence sul portafoglio in cessione.

L'operazione in essere ha previsto le seguenti fasi finali:

- 1° dicembre 2020: cessione del portafoglio NPL da parte delle Banche Cedenti alla Società Veicolo;
- 4 dicembre 2020: conclusione del processo di selezione degli investitori per la cessione del 95% dei Titoli Mezzanine e dei Titoli Junior;

⁴Al fine di rispettare le previsioni dell'art. 5, D.L. 14 febbraio 2016, n. 18 convertito con modificazioni dalla Legge 8 aprile 2016, 49 ("Legge GACS") l'art. 5 della Legge GACS è stato modificato dalla Legge 20 maggio 2019, n. 41 (Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 25 marzo 2019, n. 22) stabilendo che il livello di *rating* richiesto ai fini del rilascio della garanzia GACS deve essere almeno pari a BBB e non più almeno pari all'ultimo livello Investment Grade (*i.e.* Baa3/BBB-/BBBL).

- 14 dicembre 2020: emissione dei titoli da parte della Società Veicolo;
- 16 dicembre 2020: cessione del 95% dei Titoli Mezzanine e dei Titoli Junior titoli a investitori terzi qualificati;
- 18 dicembre data di regolamento contabile della vendita del 95% dei Titoli Junior e dei Titoli Mezzanine.

6.2.1. *Gli attori*

Gli **attori principali** coinvolti nell'operazione sono:

- **Banche Cedenti:** queste trasferiranno crediti pecuniari derivanti da finanziamenti ipotecari e chirografari, congiuntamente alle ipoteche e a tutte le garanzie accessorie e a tutti i privilegi e le cause di prelazione che assistono i predetti diritti e crediti nonché tutti i diritti accessori associati ai crediti. Tali crediti sono apportati da ciascuna Banca Cedente in percentuali diverse in termini di entità della cessione; ogni Banca Cedente contribuisce proporzionalmente al patrimonio cartolarizzato che accoglie indistintamente i crediti e le relative garanzie.
- **Società Veicolo ALFA S.r.l.:** società a responsabilità limitata con socio unico, Special Purpose Entity ALFA 2 S.r.l. costituita ai sensi della Legge 130/1999, avente a oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione di crediti; la Società Veicolo non rappresenta una parte correlata alle Banche Cedenti.
- **OMEGA Service S.p.A.:** in qualità di Master Servicer ha delegato a ZETA Banca S.p.A., in qualità di Special Servicer, lo svolgimento per conto della società di alcune attività di gestione, amministrazione, recupero e riscossione dei Crediti, nonché alcune attività di reportistica relative ai Crediti.
- **ZETA Banca S.p.A.:** in qualità di Special Servicer si occupa dell'attività di gestione, amministrazione, recupero e riscossione dei crediti ceduti dalle Banche Cedenti, nonché alcune attività di reportistica relative ai Crediti.
- **Investitori terzi qualificati:** acquirenti del 95% dei Titoli di Classe B e di Classe J.
- **Banche Cedenti:** Banche Cedenti che in qualità di banche finanziatrici si sono dichiarate disponibili a concedere al veicolo di cartolarizzazione, un mutuo a ricorso limitato.
- **BETA 2 Solutions S.r.l.:** società a responsabilità limitata con socio unico Cassa Centrale Banca spa (di seguito "Arranger"), ha il ruolo di Arranger dell'operazione.
- **Banca BETA S.p.A.** (di seguito "Arranger") ha il ruolo di Arranger dell'operazione.

Di seguito, le principali caratteristiche dei Titoli che saranno emessi dalla Società Veicolo.

Titoli	Valore nominale	Sottoscrittori e acquirenti	Scadenza	Tasso	Margine
Titoli di Classe A, Senior	€ 154 milioni	100% Banche Cedenti	2041	Euribor 6 mesi	Spread 0,50% coupon con <i>floor</i> a zero
Titoli di Classe B, Mezzanine	€ 21 milioni	95% Investitori 5% Banche Cedenti	2041	Euribor 6 mesi	Spread 9,5% con coupon a <i>floor</i> zero
Titoli di Classe J, Junior	€ 4,541 milioni	95% Investitori 5% Banche Cedenti	2041	Euribor 6 mesi	15,00% più <i>variable return coupon floor</i> zero

Con riferimento al collocamento dei titoli, come si comprende sinteticamente dalla tabella sopra riportata, i titoli senior saranno sottoscritti dalle Banche Cedenti alla data di emissione; i Titoli Mezzanine ed i Titoli Junior, integralmente sottoscritti dalle Banche Cedenti alla data di emissione, saranno successivamente oggetto di cessione a investitori terzi indipendenti per un importo complessivo pari al 95% del valore nominale degli stessi come già comunicato a BCE con lettera datata 30 settembre 2020. Il residuo 5% del valore nominale dei Titoli Mezzanine e dei Titoli Junior sarà mantenuto dalle Banche Cedenti al fine di adempiere all'obbligo di mantenimento dell'interesse economico netto del 5% nell'operazione in esame (c.d. *retention rule*).

6.2.2. I principali contratti dell'operazione

Si riporta una sintesi dei principali contratti relativi all'operazione oggetto di analisi.

Contratto di cessione dei crediti: è stato sottoscritto in data 1 dicembre 2020 tra le Banche Cedenti e ALFA S.r.l.

Il contratto regola i termini e le condizioni che disciplinano la cessione del portafoglio di crediti pecuniari derivanti da finanziamenti ipotecari e chirografari vantati verso debitori classificati dalle Banche Cedenti a sofferenza.

Di seguito una sintesi dei principali aspetti disciplinati dal contratto:

1. Caratteristiche dei crediti oggetto di cessione: i crediti ceduti sono selezio-

nati dalle Banche Cedenti tra il proprio portafoglio di crediti non performing ed individuati in allegato al Contratto di Cessione.

2. Data di Pagamento del Prezzo di Acquisto: Il Prezzo di Acquisto del Portafoglio, sarà corrisposto dalla Cessionaria alla Banca Cedente alla Data di Emissione dei Titoli. Il contratto di cessione si intende automaticamente risolto in difetto dell'integrale pagamento del prezzo di acquisto da parte della Società Veicolo entro la Data di Emissione.
3. Efficacia delle cessioni: le cessioni di portafogli di crediti hanno efficacia giuridica dalla relativa Data di Cessione⁵ ed efficacia economica dalla Data di Godimento⁶. Tali cessioni sono pro soluto e dunque senza garanzia da parte dei cedenti della solvenza dei debitori ceduti.
4. Corrispettivo: definito come Prezzo di Acquisto per i crediti inclusi nel Portafoglio crediti, è pari ad Euro 176,5 milioni a fronte di un valore nominale di crediti pari ad Euro 680 milioni. Il corrispettivo di cessione del portafoglio è corrisposto alle Banche Cedenti alla Data di Emissione⁷, tramite compensazione con gli importi dovuti dalle Banche Cedenti alla Società Veicolo per la sottoscrizione dei Titoli della Cartolarizzazione.

Il Prezzo di Acquisto tiene conto degli Incassi percepiti in relazione al Portafoglio tra la Data di Godimento (esclusa) e la Data di Cessione (esclusa) (gli "Incassi Rilevanti") che si intendono trasferiti alla Cessionaria; le parti contrattuali concordano che, considerato che la selezione del portafoglio è stata effettuata alla Data di Godimento, saranno di competenza della Cessionaria tutti gli incassi percepiti in relazione ai Crediti dalla Banca Cedente a partire dalla Data di Godimento (esclusa) sino alla Data di Cessione.

Fermo quanto previsto al punto precedente, il Prezzo di Acquisto non è suscettibile di alcuna rettifica per alcun motivo (articolo specifico inserito nel contratto di cessione).

Considerato che alcuni costi *up front* (Agenzie di Rating, Studio Legale, Servicer, derivato *cap* a copertura, ecc.) per un ammontare complessivo di euro 3.041.000 sono spesi dall'SPV, è presente una sovraemissione di titoli Junior di pari importo con pagamento pro-quota da parte delle Banche Cedenti, Quindi fermo restando il corrispettivo per i crediti ceduti pari a 176,5 mln di euro, i Titoli emessi dal veicolo sono pari a 179,541 mln di euro di cui Titoli Senior per 154 mln, Titoli Mezzanine per 21 mln e Titoli Junior per 4,541 mln

⁵ Significa la data in cui viene concluso il Contratto in oggetto.

⁶ Significa le ore 23:59 del 31 luglio 2020, data di definizione del valore contabile dei Crediti ai sensi e per gli effetti del decreto MEF.

⁷ Indica la data di emissione dei Titoli.

di euro. Quest'ultimo importo si riferisce per 1,5 mln di euro al corrispettivo dovuto a titolo di pagamento dei crediti ceduti e per 3,041 mln alle risorse immesse dalle Banche Cedenti al fine di dotare l'SPV dei mezzi necessari al pagamento dei suesposti costi *up front*.

5. Notifica della cessione: la Società Veicolo invierà a propria cura e spese, una lettera a ciascun debitore, per informarlo dell'avvenuta cessione dei relativi crediti come definito da specifico articolo del contratto denominato "Adempimenti pubblicitari in relazione alla cessione".
6. Dichiarazioni e Garanzie: ciascuna Banca Cedente rilascia alla Società Veicolo dichiarazioni e garanzie generali e specifiche in relazione ai crediti ceduti, previste nell'art. 5 del contratto di cessione. Tali dichiarazioni fanno riferimento alle informazioni rilasciate dalle Banche Cedenti in merito al loro stato, ai poteri e autorizzazioni nonché alle garanzie rilasciate in merito ai crediti (per esempio garanzie, cedibilità degli stessi).
7. Condizione Risolutiva: il contratto di cessione si intende automaticamente risolto con effetto alla Data di Cessione qualora i Titoli non siano stati emessi e sottoscritti ed il relativo Prezzo di Acquisto da parte della Società Veicolo pagato entro il 31 dicembre 2020. A seguito di tale risoluzione, i crediti e i diritti con il medesimo trasferiti si intenderanno come mai ceduti e quindi ritornati, unitamente alle utilità prodottesi durante il periodo di efficacia del presente contratto, nella piena disponibilità delle Banche Cedenti.
8. Clausola *non petition*: "*non petition*", secondo la quale le Banche Cedenti si impegnano a non presentare alcuna istanza per sottoporre la società veicolo ad alcuna procedura concorsuale ed a non intraprendere azioni legali che possano avere l'effetto di sottoporre la SPV ad alcuna procedura concorsuale, fino ad una certa data successiva a quella in cui i titoli emessi siano stati integralmente rimborsati o cancellati.
9. Indennizzo: la Società Veicolo avrà diritto a ricevere possibili indennizzi come conseguenza della violazione/inesattezza di quanto dichiarato o garantito dalle Banche Cedenti, della violazione di una o più delle obbligazioni assunte dal presente contratto dalle Banche Cedenti. La Società Veicolo avrà la possibilità di richiedere indennizzi che non potranno cumulativamente superare il 25% del prezzo di acquisto dei crediti (franchigia assoluta di Euro 1,7 milioni).

Contratto di *servicing*: è stato sottoscritto in data 1° dicembre 2020 tra ALFA S.r.l., OMEGA Service S.p.A., in qualità di Master Servicer, e ZETA Banca S.p.A. in qualità di *servicer*. Il contratto disciplina quanto segue:

1. L'incarico di OMEGA Service S.p.A. (Master Servicer): nominato in qualità di mandatario con rappresentanza con obbligo di rendiconto, per svol-

gere l'attività di gestione, amministrazione, recupero e incasso dei crediti relativi al portafoglio nonché i servizi di gestione del recupero giudiziale e stragiudiziale; OMEGA Service S.p.A. svolge le proprie attività per conto e in nome della Società Veicolo e subdelega allo Special Servicer tutte le attività sopracitate e dovrà vigilare sull'operato dello Special Servicer.

2. L'incarico di ZETA Banca S.p.A.: nominato in qualità di Special Servicer per svolgere l'attività di gestione, amministrazione, recupero e incasso dei crediti relativi al portafoglio nonché i servizi di gestione del recupero dei crediti attenendosi a quelle che sono le politiche di recupero del credito definite; ZETA Banca S.p.A. svolge le proprie attività in conformità alle procedure di amministrazione, gestione, incasso e recupero dei crediti e di gestione dei crediti in sofferenza in linea con le indicazioni fornite dalla Società Veicolo.
3. Compenso del Master Servicer: la Società Veicolo riconosce al Master Servicer una commissione su base annuale pagabile semestralmente in via posticipata (definita contrattualmente con apposito Allegato del contratto di *servicing*) composta da una componente fissa più una commissione variabile pagabile in relazione ad ogni periodo di incasso in cui le linee di credito presenti nel portafoglio siano più di 999 ("Numero Minimo Linee"), pari ad Euro 10 per ogni linea di credito che ecceda il Numero Minimo Linee (ma comunque non superiore ad Euro 80.000 per anno).
4. Compenso dello Special Servicer: la Società Veicolo riconosce allo Special Servicer commissioni sulla base degli incassi realizzati (definita contrattualmente in apposito Allegato del contratto di *servicing*) e comprensive di una *boarding fee*, una *recovery fee*, un *auction facilitation fee*, un *auction facilitation flat fee*, una *promote fee*, una *fee* a fronte dell'attività di verifica delle spese rilevanti. Nello specifico:

Boarding fee: corrisposta una tantum ed è per un ammontare fisso calcolato come segue: a) Euro 30 se il GBV dei crediti non eccede un valore pari ad Euro 100.000; b) Euro 60 se il GBV dei crediti è compreso tra un valore pari ad Euro 100.000 e 1 milione; c) Euro 120 se il GBV dei crediti eccede un valore maggiore ad Euro 1 milione.

Recovery fee: è variabile e differente a seconda della tipologia di crediti appartenenti al portafoglio; questa sarà calcolata per ogni singola posizione debitoria nello specifico:

- *crediti secured* (garantiti da ipoteca di primo grado economico, volontaria o giudiziale su beni immobili): la *fee* è definita contrattualmente come segue: a) 7,2% degli incassi se l'esposizione non eccede un valore pari ad Euro 100.000; b) 4,5% degli incassi se l'esposizione è compresa tra un valore pari ad Euro 100.000 e 1 milione; c) 3,6% degli incassi se l'esposizione eccede un valore maggiore ad Euro 1 milione;

- crediti *unsecured*: la *fee* è definita contrattualmente come segue: a) 9% degli incassi se il valore dei crediti non eccede un ammontare pari ad Euro 100.000; b) 6,3% degli incassi se il valore dei crediti è compreso tra un valore pari ad Euro 100.000 e 1 milione; c) 3,6% degli incassi se il valore dei crediti eccede un ammontare maggiore ad Euro 1 milione.

Auction facilitation fee: corrisposta con riferimento all'attività di vendita all'asta dell'immobile finalizzata al recupero dei crediti; la presente *fee* è calcolata per ogni singola posizione debitoria ed è definita contrattualmente come segue: a) 4% del prezzo di vendita se l'esposizione non eccede un valore pari ad Euro 300.000; b) 3% del prezzo di vendita se l'esposizione è compresa tra un valore pari ad Euro 300.000 e 1 milione; c) 2% del prezzo di vendita se l'esposizione eccede un valore maggiore ad Euro 1 milione.

Promote fee: corrisposta qualora il *net present value* degli importi pagati sui titoli junior e mezzanine sia superiore al valore nominale dei titoli junior ("Valore Soglia") ed è indicata come 15% di ogni importo che sarebbe distribuibile a qualunque titolo ai sottoscrittori dei titoli junior in eccesso rispetto al Valore Soglia.

Fee a fronte dell'attività di verifica delle spese rilevanti: quale corrispettivo per lo svolgimento dell'attività di verifica delle Spese Rilevanti (spese, commissioni e costi di gestione e riscossione dei crediti (ivi inclusi le spese e i costi legali e giudiziali) sostenute dalla relativa Banca Cedente e di competenza del periodo tra la Data di Godimento (esclusa) e la Data di Cessione (esclusa), la Società Veicolo corrisponderà allo Special Servicer un importo pari ad Euro 50.000; tale *fee* sarà corrisposta *una tantum*.

5. Revoca del mandato: il mandato del Master Servicer può essere revocato da parte della Società Veicolo al verificarsi di uno degli eventi definiti contrattualmente ad un apposito articolo del contratto di *servicing*. Il Master Servicer ha la facoltà di revocare l'incarico dello Special Servicer e di procedere al conferimento di tale incarico ad un diverso soggetto al verificarsi di uno degli eventi specificati allo specifico articolo del contratto di *servicing*.
6. Durata dell'incarico: il contratto rimarrà in vigore fino al rimborso integrale dei Titoli emessi dalla Società Veicolo nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione.

Contratto di mutuo a ricorso limitato: è stato sottoscritto in data 10 dicembre 2020 tra ALFA S.r.l. da una parte e le Banche Cedenti (Banche Finanziatrici), pro-quota, dall'altra per un importo complessivo pari ad Euro 6.650.000. Nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione, le Banche Finanziatrici hanno concesso alla Società Veicolo un mutuo a ricorso limitato volto a finanziare la costituzione di una riserva di cassa iniziale (*Initial Cash Reserve*), di un Re-

tention Amount e di un Recovery Expenses Target Amount. Le somme dovute dalla Società Veicolo a qualunque titolo ai sensi del presente contratto saranno corrisposte da quest'ultima alle Banche Finanziatrici in osservanza dell'Ordine di Priorità dei pagamenti di volta in volta applicabile e saranno, quindi, subordinate ai pagamenti da effettuarsi dalla Società Veicolo con priorità, ai sensi dell'Ordine di Priorità dei pagamenti applicabile. Inoltre, il pagamento delle somme dovute sarà limitato alle somme di volta in volta disponibili alla Società Veicolo secondo quanto in seguito stabilito.

Le Banche Finanziatrici non hanno assunto alcun obbligo di ulteriore erogazione di mutuo a ricorso limitato né di ricostituzione della riserva di cassa iniziale o della Retention Amount o della Recovery Expenses Target Amount.

L'importo mutuato dovrà essere immediatamente restituito ove alla Data di Emissione, il mutuo sia stato erogato ma *i*) i titoli non sono stati integralmente emessi e *ii*) il corrispettivo di acquisto del portafoglio non è stato integralmente pagato ai sensi del contratto di cessione.

La remunerazione per il mutuo a ricorso limitato è rappresentata da un tasso fisso pari all'1%.

Gli interessi saranno corrisposti a partire dalla prima data di pagamento (definita nel contratto di investimento come l'ultimo giorno lavorativo del mese di gennaio e luglio di ciascun anno); gli interessi calcolati applicando il tasso di interesse su ciascun importo mutuato che non sono stati corrisposti ad una determinata data di pagamento per insufficienza di fondi, verranno corrisposti ad ogni successiva data di pagamento nei limiti dei relativi fondi disponibili ed in conformità a quanto previsto dall'ordine di priorità di volta in volta applicabile.

Contratto denominato **Quotaholder Agreement**: sottoscritto in data 10 dicembre 2020 regola i rapporti tra la Società Veicolo e il rappresentante dei portatori dei titoli (OMEGA Service S.p.A.); il contratto prevede che il socio si impegni:

- A non deliberare alcuna distribuzione di dividendi fino a quando non siano stati integralmente rimborsati i titoli, i costi dalla cartolarizzazione e tutti gli altri pagamenti dovuti nell'ambito dell'operazione in esame.
- Nell'interesse dei portatori dei titoli e sino alla data di liquidazione della cartolarizzazione, a non trasferire, costituire in pegno o in usufrutto o disporre a qualsiasi titolo della quota del capitale sociale della Società Veicolo o dei diritti di voto ad essa relativi, salvo che prima vi sia il consenso scritto del rappresentante dei portatori dei titoli.

La Società Veicolo sarà gestita da un amministratore unico (una persona fisica o una società a responsabilità limitata) o da un Consiglio di Amministrazione (composto da persone fisiche o da persone fisiche e società a responsabilità limitata congiuntamente) e dovranno essere in possesso dei "requisiti di

onorabilità e professionalità”. L’amministratore unico o ogni componente del Consiglio di Amministrazione, a seconda dei casi, saranno amministratori indipendenti. Il mancato rispetto dei requisiti di indipendenza comporterà l’obbligo, in capo al socio della Società Veicolo, di sostituire l’amministratore con un altro soggetto idoneo.

6.2.3. I titoli

Si riportano di seguito le principali caratteristiche dei Titoli:

1. I Titoli di Classe A maturano un interesse pari all’Euribor a 6 mesi più uno spread dello 0,5%, il coupon è con *floor* pari a zero. In caso di mancato pagamento anche parziale alla data di scadenza, la differenza verrà pagata alla data successiva. Se il pagamento non dovesse avvenire entro la *final maturity* date questo costituirà un Trigger Event⁸. Tuttavia, qualora i titoli senior fossero garantiti dalla GACS, il mancato pagamento degli interessi non comporterebbe il manifestarsi di un Trigger Event.
2. I Titoli di Classe B maturano un interesse pari all’Euribor a 6 mesi più uno spread del 9,5% il coupon è con *floor* pari a zero.
3. I Titoli di Classe J maturano un interesse pari all’Euribor a 6 mesi più uno *spread* del 15,00% e un rendimento variabile pari al *surplus* che dovesse residuare dopo aver pagato il mutuo a ricorso limitato, i detentori dei titoli senior, e i detentori dei titoli Mezzanine. Il coupon è con *floor* a zero.
4. Gli interessi sono da corrispondersi semestralmente ad ogni data di pagamento (l’ultimo giorno del mese di gennaio e del mese di luglio di ogni anno); la prima data di pagamento, così come definita contrattualmente, sarà il 29 gennaio 2021.
5. Tutti i titoli scadranno a dicembre 2041 (Final Maturity Date) come da *business plan* fornito dallo Special Servicer.
6. I Titoli di Classe A sono tutti di pari grado e senza priorità tra di loro ma con priorità rispetto ai Titoli di Classe B e ai Titoli di Classe J.

⁸ *Trigger Event*: significa il verificarsi dei seguenti eventi: 1) mancato pagamento: a) della quota capitale alla fine del programma di cartolarizzazione, b) pagamento inferiore rispetto a quanto dovuto della quota di interessi con riferimento ai titoli senior (posto che in tal caso non può essere notificata alcuna *Trigger Notice* fintanto che la Garanzia GACS è in essere), c) se la Garanzia GACS non è in essere in relazione ai titoli senior e la Società Veicolo non riesce a pagare la quota capitale, d) alla *Final Maturity Date* l’importo pagato dalla Società Veicolo in termini di interesse sulle senior note è inferiore rispetto a quanto dovuto; 2) violazione di altre obbligazioni relativamente ai titoli e incapacità di rimediare a tale violazione; 3) verificarsi di una procedura di insolvenza con riferimento alla Società Veicolo; 4) la prestazione del Società Veicolo diventa illegale.

7. Ordine di priorità dei pagamenti (*waterfall* dei pagamenti), differente a seconda che si sia verificato o meno un Trigger Event. Sino a quando non si verificherà il Trigger Event, la cascata dei pagamenti prevede sinteticamente il seguente flusso:
- a) pagamento di costi legati all'operazione di cartolarizzazione;
 - b) finanziamento delle somme necessarie per ripianare la cd *Retention Amount*⁹;
 - c) pagamento delle *fees* dovute al rappresentante dei portatori dei titoli e ai vari agenti dell'operazione di cartolarizzazione;
 - d) pagamento degli interessi sul mutuo a ricorso limitato;
 - e) pagamento delle *fee* dovute a fronte della GACS sui titoli senior;
 - f) finanziamento delle somme necessarie per la *Recovery Expenses Target Amount*¹⁰;
 - g) pagamento degli interessi dovuti ai sottoscrittori dei Titoli di Classe A;
 - h) pagamento di un ammontare, se dovuto, in relazione alla garanzia GACS;
 - i) finanziamento della *Initial Cash Reserve*¹¹;
 - j) Pagamento della quota capitale del mutuo a ricorso limitato;
 - k) Pagamento della quota di interessi dovuti ai sottoscrittori dei Titoli di Classe B;
 - l) Pagamento della quota capitale dei Titoli di Classe A;
 - m) Pagamento della quota di interessi differita dei Titoli di Classe B;
 - n) Pagamento della quota capitale dei Titoli di Classe B;
 - o) ciò che residua dopo il pagamento dei flussi sopra evidenziati, è destinato al pagamento degli interessi, della quota capitale e del rendimento variabile maturato sui Titoli di Classe J.

Qualora si verificasse un Trigger Event e venisse notificata una Trigger Notice, la cascata dei pagamenti sarà come presentata di seguito; dopo aver utilizzato i fondi disponibili per il pagamento di una serie di costi legati all'operazione di cartolarizzazione ed emissione dei titoli, ciò che residua sarà impiegato per:

⁹ *Retention amount*: ammontare pari ad Euro 90.000 = per coprire *fees*, costi e spese o tasse dovute e pagabili per conto della Società Veicolo.

¹⁰ Costituita per pagare tutti i costi e le spese sostenute a fronte del recupero dei crediti sia in fase giudiziale che stragiudiziale per un ammontare pari a Euro 400.000.

¹¹ Costituita per sostenere i pagamenti in capo ai sottoscrittori dei titoli senior secondo l'ordine di priorità definito contrattualmente; l'ammontare di tale riserva è costituita come segue: a) 125% l'ammontare degli interessi dovuti sui Titoli di Classe A maturati sul periodo di interessi immediatamente successivo, se la data di pagamento è entro il primo anno dalla data di emissione dei titoli; b) 100% l'ammontare degli interessi dovuti sui titoli di Classe A maturati sul periodo di interessi immediatamente successivo, se la data di pagamento è successiva al primo anno dalla data di emissione dei titoli. L'ammontare complessivo di Euro 6.160.000 = è pari al 4% dei Titoli Senior.

- ripagare la quota capitale del finanziamento a ricorso limitato;
- ripagare la quota capitale dei Titoli di Classe A;
- pagare qualsiasi ammontare dovuto in relazione alla GACS;
- pagamento degli interessi sui Titoli di Classe B;
- rimborso della quota capitale sui Titoli di Classe B;
- pagamento degli interessi sui Titoli di Classe J;
- rimborso della quota capitale sui Titoli di Classe J;
- rendimento variabile sui Titoli di Classe B.

6.2.4. Altre informazioni

Si riportano le altre informazioni necessarie dell'operazione di cartolarizzazione:

- Si segnala inoltre che la Società Veicolo nell'ambito dell'operazione ha sottoscritto un contratto derivato (Cap) con Banca ZZ al fine di coprirsi dal rischio di variazione dei tassi di interesse.
- Le Banche Cedenti hanno concesso, pro quota, un finanziamento al Veicolo (Mutuo a Ricorso Limitato) per un importo complessivo di 6.650 mln di euro finalizzato alla costituzione delle seguenti riserve: *Retention Amount* (euro 90.000), *Recovery Expenses Target Amount* (euro 400.000) e la *Initial Cash Reserve* (euro 6.160.000). Il rimborso del finanziamento gode di un rimborso ad alta seniority nella cascata dei pagamenti (Waterfall dei pagamenti).
- Fino alla data di regolamento della cessione del 95% dei titoli mezzanine e junior, l'operazione di cartolarizzazione oggetto di analisi è assimilabile ad un'operazione di auto cartolarizzazione così come definita da Banca d'Italia e, dunque, sino a tale momento i crediti sono rimasti iscritti nel bilancio delle Banche Cedenti.

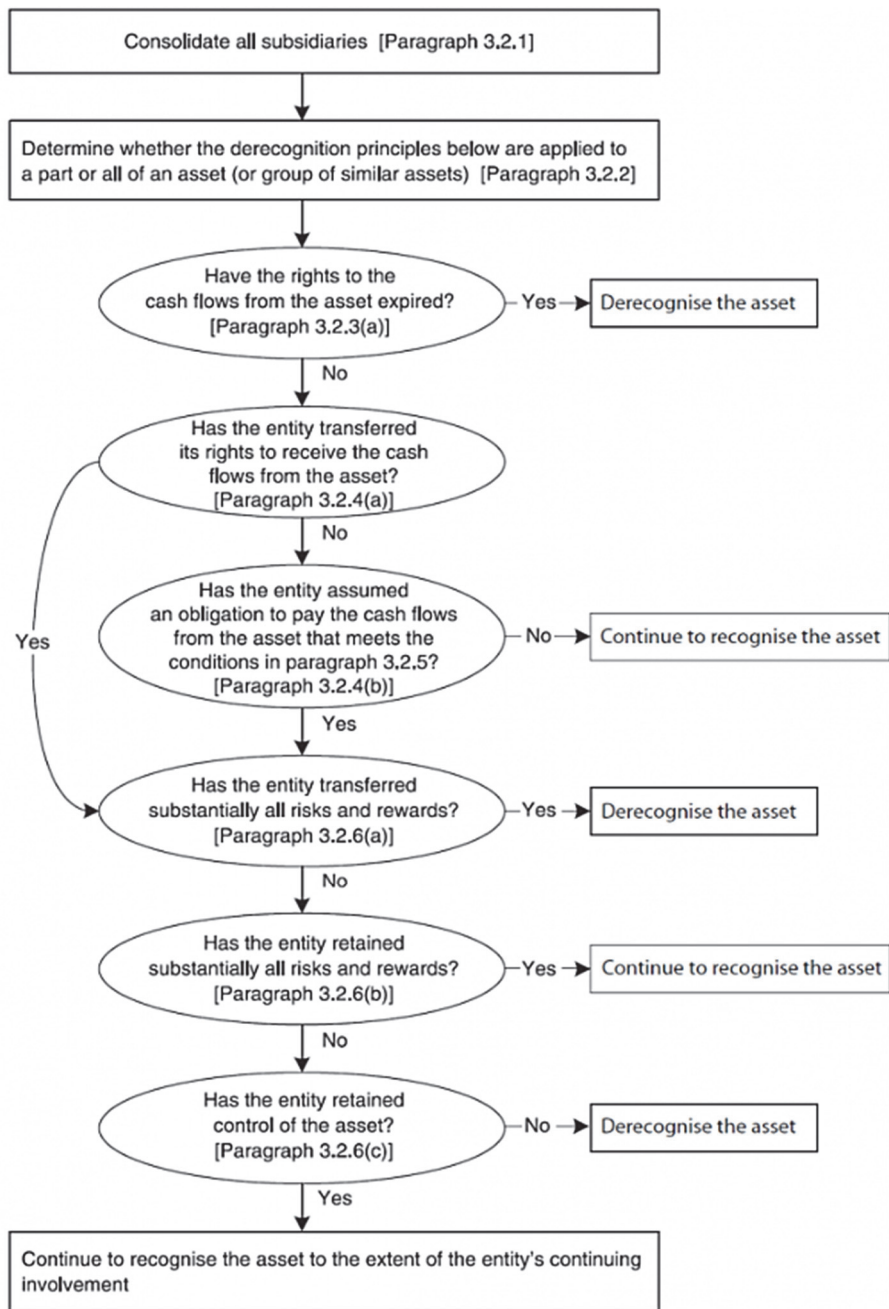
6.2.5. Analisi dei presupposti ai fini dell'eliminazione contabile dei crediti nei bilanci delle Banche Cedenti

Il bilancio delle Banche Cedenti sono redatti secondo i principi contabili internazionali.

Al fine di verificare se l'operazione in esame rispetta i requisiti previsti dal principio contabile IFRS 9 "Strumenti finanziari"¹² e analizzato nel capitolo IV del libro al fine di eliminare i crediti oggetto di cessione dai bilanci delle

¹² Si veda in particolare IFRS 9, parr. 3.2.1-3.2.23 e B3.2.1 a B3.2.17.

Banche Cedenti al 31 dicembre 2020. La presente analisi seguirà il percorso logico indicato nel diagramma di flusso previsto dall'IFRS 9 B3.2.1 (c.d. "Albero delle decisioni") e qui riportato.



Step 1 – Consolidare tutte le controllate (inclusi eventuale Special Purpose Entities – SPE)

La Società Veicolo ALFA S.r.l., costituita ai sensi della Legge 130/1999 sulla cartolarizzazione non rientra nel perimetro di consolidamento delle Banche Cedenti in quanto non si ritiene che il rapporto che si instaura tra le Banche Cedenti e la Società Veicolo, alla quale sono stati ceduti i crediti, possa configurare un controllo della prima sulla seconda come descritto dall'IFRS 10. Infatti questo prevede che *“un investitore ha potere su un'entità oggetto di investimento quando detiene validi diritti che gli conferiscono la capacità attuale di dirigere le attività rilevanti, ossia le attività che incidono in maniera significativa sui rendimenti dell'entità oggetto di investimento”*¹³.

La definizione sopra riportata si focalizza sui concetti di “validi diritti” e di “attività rilevanti”: i primi sono i fattori che conferiscono il potere sulle attività rilevanti e possono derivare sia dal possesso di strumenti rappresentativi del capitale della partecipata sia da altri fattori come ad esempio gli accordi contrattuali mentre le attività rilevanti sono quelle in grado di incidere sui rendimenti di una entità¹⁴.

Relativamente alle attività rilevanti, ALFA S.r.l. è una società a responsabilità limitata costituita secondo quanto disposto dalla Legge 130/1999 (legge sulla cartolarizzazione).

Tra gli esempi di attività rilevanti l'IFRS 10 indica la gestione delle attività finanziarie¹⁵. I fattori principali che, nel caso di specie, incidono sui rendimenti della Società Veicolo sono:

- gli interessi sui Titoli di Classe A, di Classe B e sui Titoli di Classe J;
- i crediti e, più precisamente, l'attività di gestione del portafoglio crediti ed eventuale vendita degli stessi.

Per quanto riguarda gli interessi su tutte le classi di titoli, le parti hanno definito essere a tasso variabile (Euribor 6 mesi + spread %). Il principio conta-

¹³ IFRS 10, par. B11.

¹⁴ Il par. B11 dell'IFRS 10 fornisce i seguenti esempi di attività rilevanti: “a) la vendita o l'acquisto di beni e servizi, b) la gestione di attività finanziarie fino alla scadenza, c) la selezione, l'acquisizione o la dismissione di attività, d) la ricerca e lo sviluppo di nuovi prodotti o processi, e) la definizione di una struttura di finanziamento o di reperimento fondi”. Quando nel proseguo di questo documento analizzeremo le partecipazioni elencate al par. 1, l'identificazione delle attività rilevanti non sarà oggetto di particolari approfondimenti in quanto non riteniamo esserci elementi di complessità da indirizzare.

¹⁵ IFRS 10, par. 10.

bile internazionale¹⁶ nel declinare la nozione di controllo, fa riferimento alla capacità dell'investitore di incidere sui rendimenti di una partecipata. È evidente come le variazioni dell'Euribor dipendano dall'andamento del mercato e non dalle attività che le parti coinvolte nell'operazione potrebbero intraprendere sulla Società Veicolo pertanto riteniamo che non influiscano sulla determinazione del potere.

L'attività di gestione del portafoglio crediti ed eventuale loro vendita può incidere in maniera significativa sui rendimenti della Società Veicolo e quindi, ai sensi dell'IFRS 10, assume rilevanza chi, tra le parti coinvolte, decide su tali decisioni.

Con riferimento al concetto di "validi diritti", le Banche Cedenti non detengono alcuna interessenza partecipativa nella Società Veicolo. La Società Veicolo è una società a responsabilità limitata con socio unico, su cui le Banche Cedenti, non essendo parti correlate, non esercitano alcun tipo di influenza, pertanto è possibile escludere che queste ultime siano in qualche modo coinvolte attraverso propri rappresentanti negli organi di governance della Società Veicolo.

L'IFRS 10¹⁷ prevede che *"una partecipata può essere costituita in modo che i diritti di voto non siano il fattore preponderante per stabilire chi controlla la partecipata, come nel caso in cui i diritti di voto si riferiscano solo ad attività amministrative e le attività rilevanti siano condotte mediante accordi contrattuali ..."*. Da questo punto di vista, il socio unico della Società Veicolo, potrebbe assumere decisioni attraverso l'esercizio del proprio diritto di voto che, tuttavia, non incidono sulle attività rilevanti declinate al paragrafo precedente.

Per tale ragione l'IFRS 10, in queste circostanze, richiede di considerare:

- le decisioni assunte in fase di costituzione di una partecipata. Ci si riferisce in particolare al contenuto del paragrafo B51 secondo cui *"... un investitore deve considerare il coinvolgimento e le decisioni assunte all'inizio dell'attività della partecipata nell'ambito del progetto della sua costituzione e deve valutare se i termini dell'operazione e le caratteristiche del coinvolgimento forniscono all'investitore diritti sufficienti a dargli potere ..."*;
- i poteri derivanti dagli accordi contrattuali. Secondo quanto disposto dal paragrafo B17 *"quando i diritti di voto non possono avere un effetto significativo sui rendimenti di una partecipata, per esempio quando i diritti di voto attengono unicamente a mansioni amministrative e gli accordi contrat-*

¹⁶ IFRS 10, par. 6.

¹⁷ IFRS 10, par. B8.

tuali determinano la conduzione delle attività rilevanti, l'investitore deve valutare tali accordi contrattuali al fine di stabilire se dispone di diritti sufficienti che gli conferiscano potere sulla partecipata”.

Alla luce di quanto sopra, occorre comprendere se, in base agli accordi definiti in fase di strutturazione dell'operazione di cartolarizzazione, al cui scopo è stata costituita la Società Veicolo, le Banche Cedenti abbiano il potere di condurre le attività rilevanti che, nel caso specifico, sono rappresentate dalla gestione dei crediti e dalla eventuale vendita degli stessi.

Per la gestione dei crediti, l'accordo contrattuale da analizzare è quello di *servicing* che, come definito inizialmente, è sottoscritto tra ALFA S.r.l. e OMEGA Service S.p.A. in qualità di Master Servicer e ZETA Banca S.p.A. in qualità di Special Servicer; le parti hanno stabilito che l'attività di gestione, amministrazione, incasso e recupero dei crediti acquistati dalla Società Veicolo, sarà svolta da ZETA Banca S.p.A. che agirà in nome e per conto della Società Veicolo.

Occorre osservare che la circostanza per la quale l'attività di gestione, amministrazione, recupero e riscossione dei crediti in sofferenza e la loro cessione siano state affidate ad un terzo non ne riduce la portata dequalificandole ad “attività non-rilevanti”. Infatti, in base all'IFRS 10, un'attività può essere considerata rilevante anche se viene svolta al di fuori dei confini giuridici dell'entità oggetto di analisi. A tal proposito il paragrafo B52 del principio chiarisce: “... *un investitore deve considerare gli accordi contrattuali ... come istituiti all'inizio dell'attività della partecipata. Quando tali accordi contrattuali implicano attività strettamente correlate alla partecipata, allora queste attività sono, in sostanza, parte integrante delle attività generali della partecipata, anche se possono verificarsi al di fuori dei confini giuridici della stessa. Pertanto, per determinare se si ha potere in una partecipata, i diritti di assumere decisioni, espliciti o impliciti, incorporati in accordi contrattuali strettamente correlati alla partecipata, devono essere considerati attività rilevanti*”.

Tenuto conto delle considerazioni sopra riportate, ZETA Banca S.p.A. ha il potere di gestire il portafoglio dei crediti tuttavia tale potere le è stato delegato da un'altra parte che qualifica come principale. Il principio richiede di accertare se la parte a cui sono stati conferiti dei diritti e, nel caso specifico, ZETA Banca S.p.A., agisca nell'interesse di un'altra parte, come ad esempio, potrebbero essere le Banche Cedenti e, dunque, qualificarsi come agente.

Il paragrafo 17 dell'IFRS 10 afferma che “*Un investitore controlla un'entità oggetto di investimento se, oltre ad avere il potere su di essa e l'esposizione o il diritto ai rendimenti variabili derivanti dal proprio rapporto con l'entità oggetto di investimento, ha anche la capacità di esercitare il proprio potere per incidere sui rendimenti derivanti da tale rapporto*”.

A questo riguardo occorre richiamare i contenuti dei paragrafi da B58 a B72 dell'IFRS 10 in tema di potere delegato. In particolare secondo il paragrafo B58 *“Quando un investitore con diritti di assumere decisioni (entità con potere decisionale) determina se controlla una partecipata, deve stabilire se è un principale o un agente. Un investitore deve anche stabilire se un'altra entità con diritti di assumere decisioni opera in qualità di suo agente. Un agente è una parte impegnata principalmente a operare per conto e per il beneficio di terzi (il principale (o i principali)) e, pertanto, non controlla la partecipata quando esercita la propria autorità decisionale. Può quindi accadere che talvolta il potere di un principale sia detenuto ed esercitato da un agente, ma per conto del principale. Un'entità con potere decisionale non è un agente semplicemente perché terzi possono trarre dei benefici dalle sue decisioni”*.

Il contratto di *servicing* oggetto di analisi, prevede che ZETA Banca S.p.A. si impegni a svolgere l'incarico nell'interesse dei sottoscrittori dei titoli; alla luce di questo, il ruolo di ZETA Banca S.p.A. potrebbe essere assimilato a quello di agente delle banche cedenti, così come definito al paragrafo B58 sopra riportato e quindi occorre analizzare questo aspetto.

L'IFRS 10, al paragrafo 60, afferma che, per condurre questa valutazione, un investitore deve considerare i seguenti aspetti:

- a) l'ambito di applicazione della propria autorità decisionale sulla partecipata (paragrafi B62 e B63);
- b) i diritti detenuti da altre parti (paragrafi B64-B67);
- c) la retribuzione a cui esso ha diritto secondo quanto stabilito dagli accordi retributivi (paragrafi B68-B70);
- d) l'esposizione dell'entità con potere decisionale alla variabilità dei rendimenti derivanti da altre partecipazioni detenute nella partecipata (paragrafi B71 e B72).

In relazione al primo aspetto a) si è già detto come ZETA Banca S.p.A. ha la gestione del portafoglio crediti.

Per quanto riguarda il secondo aspetto b) devono essere considerati i cosiddetti poteri di destituzione. L'IFRS 10 al paragrafo B65 afferma *“Quando una singola parte detiene diritti sostanziali di destituzione e ha facoltà di destituire l'entità con potere decisionale senza motivo, questo, di per sé, è sufficiente per concludere che l'entità con potere decisionale opera da agente. Se una o più parti detengono tali diritti (e una singola parte non ha facoltà di destituire l'entità con potere decisionale senza il consenso delle altre parti), tali diritti da soli non sono determinanti per stabilire che un'entità con potere decisionale agisca principalmente per conto e a beneficio di terzi”*.

ZETA Banca S.p.A. in qualità di Special Servicer può essere sollevata dalle

sue funzioni dal Master Servicer al verificarsi di uno degli eventi che costituiscono giusta causa di revoca¹⁸. Anche il Master Servicer potrà essere sollevato dal suo incarico al verificarsi di determinati eventi esposti all'art. 11.2 del contratto di *servicing*¹⁹.

Il potere di rimuovere il Master Servicer e lo Special Servicer, è di pertinenza del socio unico della Società Veicolo. Quest'ultimo non è una parte correlata delle Banche Cedenti conseguentemente si esclude che le Banche abbiano il diritto di rimuovere OMEGA Service in qualità di Master Servicer o ZETA Banca S.p.A. in qualità di Special Servicer.

Per quanto concerne la retribuzione a cui sia il Master Servicer che lo Special Servicer hanno diritto, trattasi con riferimento al Master Servicer di una commissione fissa su base annuale a fronte dei servizi resi più una commissione variabile legata al numero di linee di credito in gestione, mentre le commissioni dello Special Servicer sono diverse e relative ad una percentuale da applicarsi agli incassi ricevuti.

In merito all'ultimo punto d) invece non si ravvisano altre partecipazioni nella Società Veicolo che conferiscano esposizione alla variabilità dei suoi risultati.

Sulla base delle considerazioni sopra riportate, ZETA Banca S.p.A. in qualità di Special Service e OMEGA Service S.p.A. in qualità di Master Servicer non rappresentano un agente delle Banche Cedenti.

L'IFRS 10 al paragrafo 55 stabilisce che *“nel valutare se ha il controllo su una partecipata, l'investitore deve stabilire se è esposto, o ha diritto, ai ren-*

¹⁸ Il Master Servicer può sollevare, in qualsiasi momento, dall'incarico lo Special Servicer al verificarsi di uno dei seguenti eventi: a) viene presentata una domanda per la sua ammissione a una procedura di insolvenza, liquidazione, bancarotta amministrazione straordinaria; b) il mancato trasferimento, deposito o pagamento da parte dello Special Servicer; c) il mancato adempimento per dolo o colpa grave di qualsivoglia obbligazione; d) una dichiarazione falsa fornita dal Servicer nell'ambito del contratto di *servicing*; e) lo Special Servicer procede alla cessione di tutta o solo una parte della propria azienda; f) la prestazione del Servicer diventa illegale; f) *Special Servicer Underperformance Termination Event* (alla fine di ogni periodo di incasso si ha una discrepanza di almeno il 25% tra gli incassi cumulati che ci si aspetta di incassare da business plan iniziale e gli incassi cumulati effettivamente incassati) per due date consecutive di pagamento.

¹⁹ La Società Veicolo può sollevare, in qualsiasi momento, dall'incarico il Master Servicer al verificarsi di uno dei seguenti eventi: a) viene presentata una domanda per la sua ammissione a una procedura di insolvenza, liquidazione, bancarotta amministrazione straordinaria; b) il mancato trasferimento, deposito o pagamento da parte del Master Servicer; c) una dichiarazione falsa fornita dal Master Servicer nell'ambito del contratto di *servicing*; e) il Master Servicer procede alla cessione di tutta o solo una parte della propria azienda; f) la prestazione del Master Servicer diventa illegale.

dimenti variabili derivanti dal suo coinvolgimento nella partecipata". Nel caso di specie, l'esposizione ai rendimenti variabili derivanti dal coinvolgimento nella Società Veicolo derivano dal Contratto di Sottoscrizione mediante il quale le Banche Cedenti hanno sottoscritto il 100% dei Titoli e dalla cessione del 95% dei Titoli Mezzanine e del 95% dei Titoli Junior all'investitore qualificato CRC in data 15 dicembre 2020, con regolamento contabile in data 18 dicembre 2020.

Le Banche Cedenti saranno detentrici dei titoli senior emessi dalla Società Veicolo e sono beneficiarie di un interesse corrispondente al tasso Euribor a sei mesi più un margine pari allo 0,5% e della quota capitale; le Banche Cedenti non sono esposte né hanno il diritto ai rendimenti variabili derivanti dal loro coinvolgimento nella Società Veicolo attraverso quote di capitale né hanno offerto alcuna garanzia su cui la stessa possa eventualmente rivalersi in caso di insolvenza dei debitori ceduti.

I rendimenti riconducibili ai titoli *senior* hanno natura predefinita caratterizzata da una sostanziale certezza dei flussi di cassa. Tale caratteristica è garantita dalla segregazione dei flussi rivenienti dal patrimonio cartolarizzato secondo una cascata dei pagamenti prestabilita e definita contrattualmente. Ne consegue che i rendimenti dei titoli senior hanno una variabilità, ridotta in quanto tale variabilità, in ossequio alla struttura del programma di cartolarizzazione, è assorbita dai detentori dei Titoli Mezzanine e Junior dei quali le Banche Cedenti risultano sottoscrittrici del 5%.

È stato inoltre verificato se le Banche Cedenti siano esposte ai rendimenti variabili della Società Veicolo attraverso il Contratto di cessione dei crediti. A tal proposito si sottolinea che la cessione dei crediti avviene a valori di mercato a seguito di un'attività di *due diligence* svolta sul portafoglio crediti da parte di un terzo valutatore. Essendo il prezzo di cessione stato determinato in un ammontare fisso (le Banche Cedenti non risultano esposte alla variabilità dei risultati della Società Veicolo collegati alle performance dei crediti oggetto di cessione).

Sulla base di queste considerazioni, il contratto di cessione crediti non conferisce alle Banche Cedenti un'esposizione ai rendimenti variabili della SPV.

Un ultimo aspetto da considerare al fine di valutare l'esistenza di un rapporto di controllo è la eventuale relazione tra il potere e l'esposizione ai rendimenti variabili. Il controllo si ha solo se un'entità, oltre ad avere potere su un'altra entità ed essere esposta (o avere diritto) ai rendimenti variabili di quest'ultima, possiede la capacità di esercitare il proprio potere per incidere sulla variabilità di tali rendimenti. Tenuto conto dell'analisi sino a qui riportata, abbiamo concluso che le Banche Cedenti non sono in grado di esercitare alcun potere sulla Società Veicolo né sono esposte significativamente alla va-

riabilità dei suoi rendimenti e pertanto le Banche Cedenti non controllano, ai sensi dell'IFRS 10, la Società Veicolo e dunque non sono tenute a consolidarla.

Step 2 – Determinare se i principi di eliminazione sono applicati a una parte o a tutte le attività (o gruppo di attività simili)

Il contratto di cessione prevede la cessione di un portafoglio crediti, congiuntamente alle ipoteche, a tutte le garanzie accessorie, privilegi e cause di prelazione nonché relativi diritti accessori. L'insieme dei crediti oggetto di cessione ed i relativi diritti ai flussi, sia in linea capitale che interessi, rappresentano l'attività oggetto di cessione nella sua interezza.

Step 3 – I diritti ai flussi finanziari derivanti dall'attività sono scaduti?

Nel caso di specie, trattandosi di crediti impagati, i diritti ai flussi finanziari non sono ancora scaduti pertanto occorre procedere con ulteriori approfondimenti così come declinati nello Step 4 di seguito riportato, al fine di comprendere se i crediti possano essere cancellati.

Step 4 – L'entità ha trasferito i propri diritti per ricevere i flussi finanziari dall'attività?

Il contratto di cessione riporta all'art. 2 *“la Banca Cedente cede a titolo oneroso e pro soluto alla cessionaria, che acquista dalla Banca Cedente a titolo oneroso e pro soluto con efficacia giuridica alla Data di Cessione ed efficacia economica alla Data di Godimento, i crediti pecuniari ... inclusi a mero titolo esemplificativo tutti i crediti per il rimborso del capitale dei finanziamenti ...”*.

L'avvenuto trasferimento del diritto ai flussi di cassa da parte delle Banche Cedenti alla Società Veicolo non viene messo in discussione dal rapporto di servicing stipulato tra la Società Veicolo e il Master Servicer; infatti è opportuno evidenziare che, nel caso di specie, l'attività di gestione, amministrazione, recupero e incasso dei flussi di cassa è stata demandata dalla Società Veicolo a terze parti, ossia, al Master Servicer contrattualmente definito come *“soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento”*, in qualità di *“mandatario con rappresentanza con obbligo di rendicontazione”*.

In conclusione, con la cessione dei crediti, le Banche Cedenti trasferiscono al cessionario i diritti contrattuali a ricevere i flussi di cassa secondo quanto previsto dall'IFRS 9, paragrafo 3.2.4 a). L'analisi prosegue con lo Step 5 dell'Albero delle Decisioni.

Step 5 – *L'entità ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi e i benefici?*

Secondo l'IFRS 9, paragrafo 3.2.6, quando un'entità trasferisce un'attività finanziaria, deve valutare la misura in cui essa mantiene i rischi e i benefici associati alla proprietà dell'attività finanziaria; inoltre il paragrafo 3.2.7, precisa che il trasferimento dei rischi e dei benefici deve essere valutato confrontando l'esposizione dell'entità, prima e dopo il trasferimento, con la variabilità negli importi e nella tempistica dei flussi finanziari netti dell'attività trasferita. Un'entità ha mantenuto sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà di un'attività finanziaria se la sua esposizione alla variabilità del valore attuale dei futuri flussi finanziari netti dell'attività finanziaria non cambia significativamente a seguito del trasferimento. Un'entità ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà di un'attività finanziaria se la propria esposizione a tale variabilità non è più significativa in relazione alla variabilità totale nel valore attuale dei futuri flussi finanziari netti associati all'attività.

Al fine di verificare il trasferimento della sostanzialità dei rischi e dei benefici, è stata effettuata un'analisi preliminare dei fattori di rischio associati ai crediti ceduti, successivamente sono state individuate le clausole contrattuali che, in misura diversa, hanno impattato sui rischi e benefici individuati.

I fattori di rischio associati ai crediti oggetto di cessione sono rappresentati in misura prevalente dal rischio di credito che è commisurato in relazione alle garanzie poste in essere a supporto del credito stesso.

Individuato il principale rischio associato ai crediti oggetto di cessione sono state analizzate le clausole contrattuali che potrebbero rappresentare una mitigazione dei rischi trasferiti in capo al cessionario o, creare un legame tra la performance dei crediti ceduti, intesa come ammontare dei flussi incassati, siano essi rivenienti dal debitore o dal realizzo delle garanzie e relativi tempi di incasso, e il costo di cessione sostenuto dal cedente.

Tale meccanismo, laddove presente, compenserebbe il Cessionario della peggiore performance sopportata o il Cedente della migliore performance realizzata dai crediti ceduti. Poiché la “derecognition” dei crediti è possibile solamente quando si sia manifestato il sostanziale trasferimento dei rischi e benefici, è fondamentale verificare se, pur in presenza di clausole mitigatorie del rischio trasferito al Cessionario, le Banche Cedenti abbiano o meno eliminato la “sostanziale” esposizione alle componenti variabili, che fino al momento dell'incasso del credito non permettono la determinazione di un flusso finanziario certo (c.d. corrispettivo a titolo definitivo).

Di seguito si riportano le clausole del contratto di cessione che per loro natura o modalità di definizione potrebbero contenere elementi di mitigazione del rischio trattenuti dal cedente.

- a) Corrispettivo di cessione.
- b) Mantenimento di un significativo interesse economico nell'operazione (sottoscrizione del 5% dei Titoli di Classe B, del 5% dei Titoli Junior, *Cash Reserve*)

a) *Il corrispettivo di cessione*

Il corrispettivo pagato dalla Società Veicolo alle Banche Cedenti è pari ad Euro 176,5 milioni a fronte di un valore nominale di crediti pari ad Euro 680 milioni.

Il prezzo è stato determinato in un ammontare fisso; ciò significa che eventuali perdite su crediti manifestate successivamente alla Data di Godimento sono a carico della Società Veicolo.

Dall'analisi del contratto di cessione, non si ravvisano clausole volte a rettificare tale corrispettivo di cessione. Le Banche Cedenti, detentrici dei Titoli di Classe A, non sono impattate, neppure dall'esistenza di eventuali meccanismi di regresso; infatti il rendimento dei titoli senior risulta prefissato con un margine fisso e pertanto svincolato da qualunque performance del portafoglio sottostante.

Mantenimento di un significativo interesse economico nell'operazione (*Retention rule, Cash Reserve*)

Sottoscrizione del 5% dei Titoli di Classe B e di Classe J

Le banche e gli intermediari finanziari, in ossequio a previsioni di vigilanza prudenziale, sono chiamate a sottoscrivere e mantenere in proprietà una quota non inferiore al 5% dei titoli Mezzanine e Junior a garanzia della qualità del portafoglio ceduto e a beneficio dei terzi investitori nel veicolo (*i.e. retention rule*).

Nel caso di specie, le Banche Cedenti hanno sottoscritto il 5% dei Titoli Mezzanine e Junior, in linea con il disposto normativo sopra menzionato.

Si ritiene il mantenimento di tale interesse economico nell'operazione in linea teorica del tutto marginale e dunque non ostativo ai fini del sostanziale trasferimento dei rischi e benefici nell'ambito dell'operazione in esame.

b) *Cash Reserve*

Nella struttura in esame il meccanismo di credit enhancement è sostanzialmente rappresentato dalla Cash Reserve contrattualmente definita come l'insieme delle seguenti riserve: 1) Initial Cash Reserve, 2) Recovery Expenses Target Amount e 3) Retention Amount per complessivi 6,650 mln di euro.

Essendo l'Euribor pari a zero e margine e costi di struttura sostanzialmente pre-definiti, non ci si attende che tale riserva possa variare se non limitatamen-

te a eventuali variazioni dell'Euribor lungo la durata delle cessioni. Variazioni e fluttuazioni dell'Euribor che comunque sono state coperte (assicurate) attraverso la stipula di uno swap (CAP) con il Banco di Santander.

Tenuto conto di quanto sopra non si ritiene che la Cash Reserve possa rappresentare un interesse subordinato; tale considerazione trova conferma nel fatto che il rimborso è previsto nella cascata dei pagamenti contrattualmente dovuti, con un ordine di priorità elevato.

6.2.6. *Test quantitativo*

A supporto delle considerazioni qualitative è stata predisposta un'analisi quantitativa con l'utilizzo del test per la variabilità trattenuta successivamente alla chiusura della cartolarizzazione del portafoglio crediti.

Il principio contabile IFRS 9, al paragrafo 3.2.7 afferma che “Il trasferimento dei rischi e benefici (vedere paragrafo 3.2.6) è valutato confrontando l'esposizione dell'entità, prima e dopo il trasferimento, con la variabilità negli importi e nella tempistica dei flussi finanziari netti dell'attività trasferita ...”. Al medesimo paragrafo indica come i rischi e benefici (connessi alla proprietà del credito ceduto) siano sostanzialmente trattenuti dal cedente quando “... la sua esposizione alla variabilità del valore attuale dei futuri flussi finanziari netti dell'attività finanziaria non cambia in modo significativo come risultato del trasferimento ...”. Al contrario i rischi e benefici sono sostanzialmente trasferiti al cessionario se l'esposizione del cedente “... alla variabilità non è più significativa in relazione alla variabilità totale nel valore attuale dei futuri flussi finanziari netti associati all'attività finanziaria ...”.

Inoltre il paragrafo 3.2.8 precisa: “... *il calcolo e il confronto vengono svolti utilizzando come tasso di attualizzazione un adeguato tasso di interesse corrente di mercato ...*” e “... *viene presa in considerazione qualsiasi variabilità ragionevolmente possibile nei flussi finanziari netti dando maggior peso a quei risultati che è più probabile che si verifichino*”.

Nella valutazione sul trasferimento dei rischi predisposta dagli Arrangers (Banca BETA e BETA 2 Solutions), la variabilità trattenuta dalle Banche Aderenti dopo il trasferimento del portafoglio alla Società Veicolo risulta essere pari al 9,95%.

Tabella 1. – Test quantitativo

PRIMA DEL TRASFERIMENTO								
Scenario	Flussi di Cassa	WAL	PV Flussi di cassa attesi	Probabilità	Flussi di cassa attesi ponderati	Variabilità	Variabilità "negativa"	Variabilità "positiva"
Best (+10% su BP)	250.421.566	4,6	222.576.237	0,22	49.523.213	24.283.275	-00	5.403.029
Business Plan (Intrum)	225.949.879	4,7	200.785.670	0,50	100.392.835	2.492.708	-00	1.246.354
Worst (-10% su BP)	201.478.193	4,7	178.995.103	0,22	39.826.410	-19.297.859	-4.293.774	-00
Stressed Scenario BBB	182.568.015	6,3	155.463.701	0,06	8.550.504	-42.829.261	-2.355.609	-00
Totale				1,00	198.292.962		-6.649.383	6.649.383
DOPO IL TRASFERIMENTO								
Scenario	Flussi di cassa attesi	WAL	PV Flussi di cassa attesi	Probabilità	Flussi di cassa attesi ponderati	Variabilità	Variabilità "negativa"	Variabilità "positiva"
Best (+10% su BP)	-158.065.555	3,7	-143.803.519	0,22	-31.996.283	-2.279.489	-507.186	-00
Business Plan (Intrum)	-156.903.345	4,0	-141.833.297	0,50	-70.916.648	-309.267	-154.633	-00
Worst (-10% su BP)	-155.825.790	4,0	-140.735.565	0,22	-31.313.663	788.465	-00	175.434
Stressed Scenario BBB	-155.581.084	6,3	-132.680.648	0,06	-7.297.436	8.843.382	-00	486.386
Totale				1,00	-141.524.030		-661.820	661.820
					Variabilità trattenuta	9,95		
SENSITIVITY								
	PV Flussi prima	PV Flussi dopo	Flussi prima	Flussi dopo	WAL prima	WAL dopo	Probabilità	
Best (+10% su BP)	222.576.237	-143.803.519	250.421.566	-158.065.555	4,6	3,7	0,22	
Business Plan (Intrum)	200.785.670	-141.833.297	225.949.879	-156.903.345	4,7	4,0	0,50	
Worst (-10% su BP)	178.995.103	-140.735.565	201.478.193	-155.825.790	4,7	4,0	0,22	
Stressed Scenario BBB	155.463.701	-132.680.648	182.568.015	-155.581.084	6,3	6,3	0,06	
INPUT								
Retained Senior	100%							
Retained Mez e Junior	5%							
Discount Rate	2,61%							
Issue Date	12/12/2020							

Prima di entrare nelle specifiche del modello, assunte dall'Arranger, è opportuno preliminarmente richiamare due aspetti fondamentali che guidano alla corretta contestualizzazione del modello quantitativo. Il primo aspetto da considerare riguarda il concetto di "significativa" richiamato dal principio contabile internazionale IFRS 9 paragrafo 3.2.7 in relazione alla comparazione della differenza tra il valore attuale dei flussi di cassa futuri prima e dopo il trasferimento; più precisamente il principio non fornisce alcuna indicazione quantitativa che consenta di qualificare come "significativa" l'esposizione alla variabilità (trattenuta/trasferita) in relazione alla variabilità totale nel valore attuale dei flussi di cassa futuri associati al credito, ne consegue che tale aspetto è soggetto a giudizio professionale e deve essere valutato in relazione ai fatti e alle circostanze della fattispecie in esame.

Il secondo aspetto da segnalare è rappresentato dalla modalità di costruzio-

ne del modello di calcolo. Il principio fornisce limitate indicazioni a riguardo, lasciando pertanto un certo grado di flessibilità nella costruzione del modello, posto che le assunzioni devono trovare solidi riferimenti con quanto riportato nel principio contabile internazionale IFRS 9 paragrafo 3.2.8 “... *Il calcolo e il confronto vengono svolti utilizzando come tasso di attualizzazione un adeguato tasso di interesse corrente di mercato. Viene presa in considerazione qualsiasi variabilità ragionevolmente possibile nei flussi finanziari netti dando maggior peso a quei risultati che è più probabile che si verifichino*”.

Di seguito si declina sinteticamente l’approccio metodologico che è stato utilizzato nella costruzione del modello:

- determinazione dei flussi di cassa attesi dell’operazione di cartolarizzazione per quattro possibili scenari futuri (*best, base, stressed worst*);
- lo scenario Worst è stato costruito utilizzando i feedback delle Agenzie di Rating e nello specifico prevede una riduzione dei *gross cash flow* pari 18% e un allungamento della Wal di 20 mesi. Sono i parametri utilizzati per l’assegnazione del rating BBB alle Senior notes;
- determinazione dei flussi di cassa attesi in assenza dell’operazione di cartolarizzazione utilizzando gli stessi scenari di cui al punto precedente;
- calcolo del valore atteso come prodotto tra i flussi di cassa attesi e la probabilità di realizzo degli scenari sia in presenza che in assenza dell’operazione di cartolarizzazione;
- determinazione della varianza moltiplicata per la probabilità di realizzo degli scenari sia in presenza che in assenza dell’Operazione;
- determinazione dell’esito del test quale rapporto fra le due varianze.

Il valore così ottenuto (9,95%) è significativamente inferiore al 20% che nelle *best practice* viene considerato come il valore di sicurezza per la misurazione della variabilità trattenuta e di conseguenza perfettamente idoneo a certificare l’avvenuto trasferimento del rischio. Non solo ma il risultato ottenuto è inferiore al 10% che, sulla base delle indicazioni dell’EBA in merito alle linee guida per la valutazione dei trasferimenti di rischio significativi (SRT) nelle transazioni di cartolarizzazione, è considerato un valore ottimale.

6.2.7. Conclusioni

Sulla base delle considerazioni sino a qui fatte si ritiene che le Banche Cedenti non abbiano il controllo della Società Veicolo ai sensi dell’IFRS 10. Fino alla data di regolamento della cessione del 95% dei titoli mezzanine e junior, l’operazione di cartolarizzazione oggetto di analisi è assimilabile ad un’opera-

zione di auto cartolarizzazione e, sino a tale momento i crediti sono rimasti iscritti nel bilancio delle Banche Cedenti. A seguito del regolamento della cessione avvenuto in data 18 dicembre 2020, le Banche Cedenti saranno limitatamente esposte alla variabilità dei risultati della Società Veicolo avendo ceduto il 95% dei Titoli Mezzanine e Junior e avendo ampiamente superato il test sulla variabilità trattenuta. Quindi partire dalla data del 18 dicembre 2020 i crediti oggetto di cessione possono essere eliminati dai bilanci delle Banche Cedenti in quanto oltre ad essere stati trasferiti i diritti ai flussi alla Società Veicolo, è stata trasferita anche la “sostanzialità dei rischi e benefici” ad essi associati.

6.3. Descrizione del caso BETA S.p.A.

Questa seconda operazione oggetto di analisi si è svolta nella seconda parte dell’anno 2019, con il collocamento delle ABS avvenuto nel mese di novembre. Come nel precedente caso, per ragioni di privacy, sono stati resi anonimi tutti i nomi delle realtà coinvolte.

Nell’ambito della presente operazione, BETA S.p.A. ha ceduto un portafoglio di crediti derivanti da contratti di finanziamento nel settore automobilistico ad una società veicolo, appositamente costituita ai sensi della L. 130/99, la ABS S.r.l., per un valore nominale di Euro 1.041.221.

Le banche DELTA, DELTA2 e DELTA3 hanno assistito all’operazione in qualità di *arrangers*; mentre in questo caso l’originator, ovvero BETA S.p.A., ha mantenuto l’attività di *servicing*.

Il corrispettivo di cessione dei crediti è stato pagato da ABS S.r.l. all’originator tramite l’emissione di più classi di titoli asset backed, per un totale di Euro 912.600.000, così suddivisi:

- titoli di classe A (titoli senior) per Euro 810.000.000;
- titoli di classe B (titoli mezzanine) per Euro 27.000.000;
- titoli di classe C (titoli mezzanine) per Euro 18.000.000;
- titoli di classe D (titoli mezzanine) per Euro 23.400.000;
- titoli di classe E (titoli mezzanine) per Euro 9.900.000;
- titoli di classe M (titoli junior) per Euro 24.300.00.

I titoli di classe A, in base alle proprie caratteristiche, hanno ottenuto un rating pari a AAA o equivalente dalle due agenzie di rating incaricate. Il giudizio di *rating* è progressivamente decrescente per le altre classi di titoli, ad eccezione dei titoli junior, ai quali non è stato assegnato alcun rating.

I titoli emessi per ciascuna classe sono stati collocati sul mercato, al netto

del 5% previsto dalla *retention rule*²⁰, in ottemperanza della quale l'originator deve mantenere un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione non inferiore al 5%.

Dopo aver brevemente esposto il caso, andiamo ad analizzare la rappresentazione che l'originator ne ha fornito all'interno del bilancio d'esercizio, in nota integrativa e nella relazione sulla gestione.

6.3.1. *Relazione sulla gestione*

All'interno della Relazione sulla Gestione, il management di BETA S.p.A. inizia a descrivere brevemente l'operazione nella parte dedicata alla politica finanziaria dell'azienda, indicando tra le attività più importanti portate a termine nel corso dell'esercizio *“la nuova operazione di cartolarizzazione di crediti retail in Italia, per un ammontare complessivo di titoli emessi pari a euro 912.6 milioni, i cui titoli Senior, Mezzanine e Junior sono stati collocati a mercato (al netto del 5% di retention prevista a livello regolamentare)”*. Sempre all'interno della stessa sezione, il management chiarisce che *“in data 27 novembre 2019 sono state collocate le note di Classe A, B, C, D, E e M emesse da ABS S.r.l. nell'ambito di una operazione di cartolarizzazione avente come collaterale finanziamenti per l'acquisto di autoveicoli originati in Italia da BETA S.p.A.; l'operazione ha consentito di ottimizzare il livello delle attività ponderate per il rischio ottenendo il 'significativo trasferimento del rischio' ai fini prudenziali in conformità al Regolamento dell'Unione Europea n. 575/2013 ('CRR'), come modificato dal Regolamento dell'Unione Europea n. 2401/2017”*.

La relazione sulla gestione, nella sezione relativa all'analisi della situazione finanziaria e dei risultati reddituali, continua a richiamare l'operazione spiegando che *“importante e significativo è stato l'aumento dei Debiti verso la clientela ... omissis ..., riconducibili a maggiori finanziamenti ricevuti da ... omissis ... ed al collocamento dei titoli emessi nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione”*. Come vedremo in seguito, infatti, BETA S.p.A., in ottemperanza ai principi adottati per la redazione del bilancio, nel caso specifico l'IFRS 9, ha ritenuto di mantenere l'iscrizione del pool di attività cedute in bilancio.

²⁰ Regolamento UE 2017/2402.

6.3.2. Nota integrativa

Andiamo ora ad esaminare la Nota Integrativa del bilancio per comprendere come l'operazione sia stata contabilizzata e recepita negli schemi di bilancio. La nota integrativa di BETA S.p.A., nella parte A relativa alle politiche contabili, espone alla sezione 4 il trattamento contabile delle operazioni di cartolarizzazione. Il documento specifica che *“nell’ambito delle operazioni di cartolarizzazione BETA S.p.A. sottoscrive i titoli Junior. A seguito di tali operazioni la Società iscrive all’Attivo il portafoglio crediti ceduto non esistendo, ai sensi del principio IFRS 9, i presupposti per la cancellazione del credito. Per dare una più corretta rappresentazione contabile, che non conferisca una sovrastima degli attivi e dei passivi patrimoniali, la Società espone il debito verso le società veicolo al netto dei titoli sottoscritti dalla Società stessa, delle poste relative al deposito di liquidità e alle commissioni di servicing”*.

Il documento, in seguito, enuncia i criteri di rilevazione delle attività finanziarie, facendo esplicito riferimento al contenuto del principio IFRS 9²¹, classificando le attività in funzione del metodo di valutazione:

- costo ammortizzato (*amortised cost*);
- *fair value* (con imputazione al conto economico, *“through profit or loss”*, o *“other comprehensive income”*, OCI).

Come ampiamente esaminato nel capitolo 2, la classificazione è fondata sul modello di business della società e sulle caratteristiche dei flussi di cassa generati dallo strumento finanziario.

Nella nota integrativa viene specificato che *“BETA S.p.A. partecipa a programmi di cartolarizzazione e cessione di crediti come cedente e come sottoscrittore di titoli rivenienti da tali operazioni. Il ruolo di Servicer delle operazioni è svolto dalla Società che percepisce dalle società veicolo una remunerazione a condizioni di mercato. Le operazioni di cartolarizzazione prevedono la cessione pro-soluto di un portafoglio di crediti ad una società veicolo, che finanzia l’acquisto dei crediti mediante l’emissione di titoli mobiliari da essi garantiti (asset-backed securities), cioè titoli il cui rimborso e i cui flussi di interessi dipendono dai flussi finanziari generati dal portafoglio di crediti. Gli asset-backed securities si suddividono in classi a seconda del loro grado di privilegio (seniority) e del loro rating: le classi di grado più elevato (senior) sono, nella maggior parte dei programmi, collocate sul mercato e sono sottoscritte dagli investitori; le classi di grado inferiore (junior), il cui rimborso è*

²¹ Si veda in proposito il Capitolo 2 “Aspetti contabili nel bilancio dell’originator nelle operazioni di *securitization*” e in particolare il par. 2.3.1 “L’IFRS 9”.

subordinato a quello delle senior, sono sottoscritte dalla BETA S.p.A.”. Pertanto, passando al tema della derecognition delle attività e alla valutazione che la società deve effettuare riguardo al mantenimento di tutti i rischi e benefici derivanti dal possesso dello strumento, viene evidenziato che “avendo la Società sottoscritto le tranche Junior dei titoli emessi dalle società veicolo, le regole sulla ‘eliminazione contabile’ dettate dal IFRS 9 sono state applicate anche ai crediti oggetto di operazioni di cartolarizzazione realizzate. La cosiddetta ‘reversal derecognition’ (di cui al principio IFRS 9) presuppone, infatti, che a livello di bilancio separato i crediti cartolarizzati vengano esposti nel bilancio della società cedente simulando il riacquisto dei crediti ceduti”. In seguito la nota integrativa evidenzia la rappresentazione in bilancio dell’operazione e le poste interessate: “L’applicazione di queste regole ha portato:

- alla ‘re-iscrizione’ delle attività cartolarizzate cedute nella categoria dei crediti verso la clientela (quali attività cedute e non cancellate) per la quota residua alla data del 31 dicembre 2019 dei crediti ceduti da BETA S.p.A.;*
- in contropartita ai crediti re-iscritti, l’iscrizione di una passività verso enti finanziari nei confronti dei veicoli di cartolarizzazione, al netto dei titoli junior e senior sottoscritti”.*

Sotto il profilo economico l’esposizione risulta la seguente:

- “– tra gli oneri finanziari viene riportato sinteticamente l’onere complessivo di competenza dell’esercizio e gli interessi passivi relativi all’indebitamento iscritto al passivo nei confronti dei veicoli di cartolarizzazione, al netto dei ricavi diversi dagli interessi attivi di portafoglio;*
- rimangono esposti tra gli interessi attivi sui crediti verso la clientela, gli interessi attivi ed i proventi assimilati derivanti dai crediti cartolarizzati re-iscritti”.*

Dopo l’analisi dell’operazione di cartolarizzazione sotto il profilo contabile, si passa alla parte relativa alle informazioni sui rischi e sulle politiche di copertura. Nel dettaglio, la nota integrativa riporta nella parte relativa al rischio di credito una sezione specificamente dedicata alle informazioni di natura qualitativa sulle operazioni di cartolarizzazione poste in essere dalla società. Innanzitutto, vengono definiti gli obiettivi che BETA S.p.A. intende perseguire attraverso tali operazioni:

- diversificazione delle fonti di finanziamento;
- miglioramento della liquidità;
- ottimizzazione del costo di provvista;

- efficientamento delle attività ponderate per il rischio associato al portafoglio cartolarizzato.

Si passa in seguito a delineare quelli che sono i punti salienti delle operazioni di cartolarizzazione poste in essere dalla società. Viene evidenziato che *“l’operazione di cartolarizzazione può essere di tipo ‘revolving’, prevedendo cioè che la Società Originator abbia la facoltà di cedere, periodicamente, ulteriori crediti nel rispetto dei vincoli previsti dal contratto di cartolarizzazione e nei limiti dell’ammontare del programma stesso, per un periodo prestabilito, in modo da mantenere il portafoglio esistente ad un livello costante pari a quello in essere al momento dell’emissione iniziale, oppure può essere di tipo ‘amortizing’, nella quale, non avendo la Società Originator la possibilità di cedere ulteriori crediti, il portafoglio è soggetto ad ammortamento fin dal momento dell’emissione dei Titoli. Al termine del periodo revolving, o fin dal momento dell’emissione dei Titoli ABS nel caso in cui l’operazione sia ‘amortizing’, a fronte dell’ammortamento del portafoglio, avverrà il conseguente rimborso dei Titoli ABS emessi, secondo la priorità preventivamente stabilita”*.

Sono fornite in seguito informazioni sulla gestione della liquidità, sia per quanto riguarda la possibilità che l’originator possa allocare *“una linea di liquidità o un deposito di cassa a supporto dell’SPV in forme che possono essere fra loro formalmente differenti”* al fine di consentire al veicolo di *“far fronte a temporanee esigenze di liquidità che dovessero verificarsi”*, sia per quanto riguarda la *“waterfall”*, ovvero la *“cascata”* dei pagamenti, che nello specifico identifica le priorità nell’allocazione della cassa disponibile all’interno dell’SPV.

Nelle operazioni di cartolarizzazione effettuate da BETA S.p.A. *“il ruolo di Servicer è sempre svolto dalla società Originator”*; il servicer provvede a:

- *“gestire i contratti in essere secondo le proprie Credit and Collection Policies e la normativa”*;
- *“effettuare le registrazioni degli incassi e dei recuperi, trasferendone il relativo ammontare. Gli incassi effettuati dal Servicer delle varie operazioni sono trasferiti all’SPV secondo scadenze predefinite in ciascuna transazione (abituamente a livello giornaliero) e vengono mantenuti su conti correnti remunerati fino alla prima data di pagamento utile, alla quale sono impiegati per i pagamenti previsti nella waterfall”*;
- *“svolgere un’attività di monitoraggio, reporting e verifica sull’operazione”*.

Venendo invece all’esposizione dei rischi connessi alle operazioni di cartolarizzazione e alla loro gestione, viene indicato che *“il rischio derivante da*

operazioni di cartolarizzazione rappresenta il rischio che la sostanza economica dell'operazione di cartolarizzazione non sia pienamente rispecchiata nelle decisioni di valutazione e di gestione del rischio. La Società ritiene che il rischio derivante da cartolarizzazioni potrebbe configurarsi nel caso in cui il calcolo del requisito patrimoniale venga determinato sulle posizioni verso la cartolarizzazione anziché sulle attività sottostanti. Solo in questo caso potrebbe originarsi il rischio che il requisito patrimoniale non sia sufficientemente rappresentativo dell'effettiva rischiosità dell'operazione". Il management ritiene invece che il trattamento contabile non assuma rilievo in merito, in quanto, in ottemperanza all'IFRS 9, gli attivi cartolarizzati continuano ad essere esposti nel bilancio, enunciando i seguenti motivi per i quali non viene applicata la derecognition:

- *“rischi e i benefici relativi al portafoglio ceduto non sono integralmente trasferiti a terzi”;*
- *“il cedente continua ad esercitare un controllo sul portafoglio ceduto”;*
- *“il cedente effettua anche l'attività di servicing”²².*

Pertanto, *“nel caso in cui le operazioni di cartolarizzazione siano poste in essere senza la derecognition dei crediti, in virtù della sottoscrizione, da parte di BETA S.p.A., della tranche di prima perdita (junior notes), la quantificazione di tale rischio è ricompresa nell'ambito del capitale interno a fronte del rischio di credito. In tale caso, considerato il duplice ruolo di cedente dei crediti e di sottoscrittore della tranche subordinata dei titoli, e in considerazione del fatto che (in linea con le Istruzioni di vigilanza in materia di cartolarizzazioni che stabiliscono che il valore ponderato per il rischio di tutte le posizioni verso una medesima cartolarizzazione non possa essere superiore al valore ponderato delle attività cartolarizzate calcolato come se queste ultime non fossero state cartolarizzate) il requisito patrimoniale è calcolato sulle attività sottostanti e ai sensi del Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR), la quantificazione di tale rischio è ricompresa nell'ambito del capitale interno a fronte del rischio di credito. È dunque assente l'incertezza nella valutazione della natura economica delle cartolarizzazioni che risultano di esplicita categorizzazione ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali”. Diversamente, “nel caso in cui le operazioni di cartolarizzazione siano poste in essere con la derecognition dei crediti, BETA S.p.A. procede a una valutazione specifica del rischio derivante da cartolarizzazioni relativamente all'effettivo trasferimento del rischio di credito sottostante ai rapporti cartolarizzati”. Nel caso in esame,*

²² Benché questa circostanza non sia di per sé sufficiente a compromettere il trasferimento dei diritti contrattuali relativi agli assets (si veda in proposito il Capitolo 2).

l'operazione è “oggetto di significativo trasferimento del rischio²³ ottenuto ai sensi dell'articolo 244 del Regolamento (UE) 2017/2401, ... omissis ..., ponendo in essere una valutazione specifica del rischio derivante da cartolarizzazioni e delle metodologie e processi implementati per presidiare e mitigare il rischio stesso, si ritiene che non sussista rischio derivante da cartolarizzazioni”.

In merito alle politiche di gestione dei rischi, BETA S.p.A. si è dotata di:

- “un modello organizzativo articolato”;
- “un processo per l'identificazione, monitoraggio e attenuazione dei rischi di cartolarizzazione formalizzati in apposite procedure interne”.

Il modello organizzativo prevede infatti un'adeguata separazione delle mansioni e un sistema di controlli ed approvazioni in cui intervengono diverse figure a differenti livelli prima dell'approvazione finale dell'operazione e anche in seguito, con scadenze prestabilite.

6.3.3. Stato patrimoniale

Alla luce di quanto precedentemente esposto, le voci dell'attivo influenzate dall'operazione di cartolarizzazione risultano le seguenti:

- voce 40. Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato – b) crediti verso la clientela

Voci dell'attivo (valori in unità di euro)	31/12/2019	31/12/2018
10 Cassa e disponibilità liquide	585.246.916	362.504.610
20 Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico	22.696.464	23.932.740
a) Attività finanziarie detente per la egoiazione	22.696.464	23.932.740
40 Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	18.164.772.697	17.304.409.539
a9 Crediti verso banche	1.038.854.943	1.142.795.303
b) crediti verso clientela	17.125.917.754	16.161.614.236
50 Derivati di copertura	30.092.525	29.143.292
60 Adeguamento di Valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	25.675.400	16.929.487
70 Partecipazioni	942.540.419	955.405.359
80 Attività materiali	23.765.913	23.741.956
90 Attività immateriali	115.806.807	103.088.266
di cui avviamento	65.080.000	65.080.000
100 Attività fiscali	76.118.230	81.265.763
a) correnti	756.898	3.004.242
b) anticipate	75.361.332	78.261.522
120 Altre attività	263.432.715	171.398.029
Totale dell'attivo	38.578.815.477	36.546.507.084

Come recitano le note relative alla voce 40.b) Crediti verso la clientela “i saldi includono le partite cedute e successivamente re-iscritte – secondo quan-

²³ Considerazione valevole non ai fini contabili, come precedentemente esposto in merito all'IFRS 9, ma ai fini del calcolo del requisito patrimoniale.

to previsto dal principio IFRS 9 – derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione etuate dalla Società”.

La voce 70. Partecipazioni non riporta valori relativi agli SPV costituiti, “*in quanto non giuridicamente partecipati*”; tuttavia gli SPV sono citati nelle note di dettaglio per completezza informativa.

Per ciò che concerne la struttura del passivo, le voci influenzate dall’operazione risultano le seguenti:

- voce 10. Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato – b) debiti verso la clientela.

Le note relative alla voce 10.b) debiti verso la clientela, che riportano il dettaglio della composizione, recitano “*la voce ‘Altri debiti’ include essenzialmente la re-iscrizione – secondo il principio IFRS 9 – del debito netto derivante dalle operazioni di cartolarizzazioni in essere al 31 dicembre 2019 per un totale di 2,143 miliardi di euro*”.

Voci del passivo e del patrimonio netto (valori in unità di euro)	31/12/2019	31/12/2018
10 Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	17.925.225.133	17.011.094.945
a) Debiti verso banche	5.193.169.844	5.185.323.905
b) Debiti verso clientela	3.891.062.220	3.201.718.506
c) Titoli in circolazione	8.840.993.069	8.624.052.534
20 Passività finanziarie di negoziazione	22.371.201	22.469.704
40 Derivati di copertura	52.796.882	33.142.652
60 Passività fiscali	28.912.137	21.370.048
a) correnti	4.776.284	8.498.105
b) differite	24.135.853	12.871.943
80 Altre passività	294.887.685	299.805.061
90 Trattamento di fine rapporto del personale	8.568.438	8.608.667
100 Fondi rischi e oneri	85.141.562	105.446.636
b) quiescenza e obblighi simili	3.076.709	2.447.532
c) altri fondi per rischi e oneri	82.064.853	102.999.104
110 Riserve da valutazione	4.841.111	3.850.595
140 Riserve	680.986.072	513.384.780
145 di cui acconti su dividendi	180.000.000	0
150 Sovrapprezzi di emissione	192.745.851	192.745.851
160 Capitale	700.000.000	700.000.000
180 Utile (Perdita) d'esercizio (+/-)	443.354.233	167.601.292
Totale del passivo e del patrimonio netto	38.289.426.915	36.209.730.670

6.3.4. Conto economico

Per ciò che concerne il conto economico, l’operazione viene rappresentata nelle seguenti voci:

- voce 10. Interessi attivi e proventi assimilati;
- voce 20. Interessi passivi e oneri assimilati;
- voce 130. Rettifiche/riprese di valore nette per il rischio di credito a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato.

Le note della voce interessi passivi ed oneri assimilati specificano che “*gli interessi passivi ed oneri assimilati includono altresì gli oneri complessivi generati dall’indebitamento delle società La voce ‘di cui interessi passivi debiti per leasing’ espone un valore al 31 dicembre 2019 pari a 6 mila euro ed è riferito alla componente interessi delle attività materiali in diritto d’uso secondo il principio IFRS 16. di cartolarizzazione e re-iscritti – secondo il principio IFRS 9 – nel Bilancio della BETA S.p.A.*”.

La voce 130.a) accoglie al proprio interno anche “*le rettifiche sui crediti cartolarizzati, inclusi nella voce patrimoniale Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato – Crediti verso la clientela*”.

(valori in unità di euro)	31/12/2019	31/12/2019
10 Interessi attivi e proventi assimilati	503.954.411	462.906.323
di cui: interessi attivi calcolati con il metodo dell'interesse effettivo	515.476.950	473.770.513
20 Interessi passivi e oneri assimilati	- 146.851.033	- 157.114.662
30 Margine d'interesse	357.103.377	305.791.661
0 Commissioni attive	84.677.213	90.097.347
50 Commissioni passive	- 16.337.873	- 20.025.135
60 Commissioni nette	68.339.340	70.072.212
70 Dividendi e proventi simili	266.876.556	70.000.000
80 Risultato netto dell'attività di negoziazione	199.822	- 455.101
90 Risultato netto dell'attività di copertura	- 5.612.434	- 1.555.193
100 Utile (perdite) da cessione o riacquisto di:	1.461.972	1.440.443
a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	1.461.972	1.440.443
120 Margine di intermediazione	688.368.633	445.394.022
130 Rettifiche /riprese di valore nette per rischio di credito di:	- 28.714.843	- 18.515.893
a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	- 28.714.843	- 18.515.893
150 Risultato netto della gestione finanziaria	659.653.790	426.778.730
160 Spese amministrative	- 110.142.850	- 99.107.020
a) spese per il personale	- 54.743.421	- 52.487.024
b) altre spese amministrative	- 55.399.429	- 46.619.996
170 Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	679.374	- 75.802.169
b) altri accantonamenti netti	679.374	- 75.802.169
180 Rettifiche/Riprese di valore nette su attività materiali	- 467.330	- 36.263
190 Rettifiche/Riprese di valore nette su attività immateriali	- 7.870.274	- 5.723.960
200 Altri oneri/proventi di gestione	- 169.262	7.332.398
210 Costi operativi	- 117.970.342	173.337.014
220 Utili (Perdite) dalle partecipazioni	285.060	1.059.000
260 Utile (Perdite) dalla operatività corrente al lordo delle imposte	541.968.508	254.500.116
270 Imposte sul reddito dell'esercizio dell'attività corrente	- 98.614.275	- 86.898.824
280 Utile (Perdite) della operatività corrente al netto delle imposte	443.354.233	167.601.292
300 Utile (Perdita) d'esercizio	433.354.233	16.601.292

Bibliografia

- ABDELSALAM O., ELNAHASS M., AHMED H., WILLIAMS J. (2020), *Asset securitization and bank stability: Evidence from different banking system*, “Global Finance Journal”, article in press.
- AGARWAL S., CHANG Y., YAVAS A. (2012), *Adverse selection in mortgage securitization*, “Journal of Financial Economics”, Vol. 105, n. 3, pp. 640-660.
- AGOSTINI M., CAPODAGLIO G., DANGARSKA V., DEVALLE A., FRADEANI A., LUCCHESI M., RIZZATO F., SEMPRINI L., SOSTERO U. (2018), *La valutazione dei crediti e dei debiti*, in S. ADAMO, A.M. FALLEGARA, A. INCOLLINGO, A. LIONZO, *La “nuova informativa di bilancio”*, Franco Angeli, Milano.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1994), *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- ALBAMONTE D. (2017), *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti*, “Note di stabilità finanziaria e vigilanza”, n. 10, luglio.
- ALBERTAZZI U., ERAMO G., GAMBACORTA L., SALLES C. (2015), *Asymmetric Information in securitization: an empirical assesment*, “Journal of Monetary Economics”, n. 71, pp. 33-49.
- ALLINI A., FERRI L., MAFFEI, M., ZAMPELLA A. (2020), *Determinants of financial instruments risk disclosure: An empirical analysis in the banking sector*, “Corporate Ownership and Control”, Vol. 17, pp. 20-31.
- ALTUNBAAS Y. (2009), *Securitisaton and the bank lending channel*, “European Economic Review”, Vol. 53, n. 8, pp. 996-1009.
- ALTUNBAS Y., GAMBACORTA L., MARQUES D. (2007), *Securitisaton and the bank lending channel*, Banca d’Italia, Roma.
- AMADUZZI A. (1949), *Il sistema dell’impresa nelle condizioni prospettiche del suo equilibrio*, Signorelli, Roma.
- AMATO A. (2005), *Emissione di bonds, cartolarizzazione e metodologie di rating nella finanza di progetto*, “Economia e Diritto del Terziario”, n. 1.
- ANDERSON A.G. (2019), *Ambiguity in securitization markets*, “Journal Bank and Finance”, Vol. 102, n. 3, pp. 231-255.
- ANOLLI M. (2000), *La securitization: considerazioni per lo sviluppo di un mercato secondario di asset backed securities*, “Banca Notizie”, n. 10.
- ANTONELLI V., LIBERATORE G. (2012), *Il bilancio d’esercizio. Teoria e casi*, Franco Angeli, Milano.
- ARIANTE P., DE ROSA C., SICA C. (2016), *IFRS 9: cosa cambia e quali sono gli*

- impatti del nuovo standard contabile internazionale per le banche*, “IPE Working Paper”, n. 9, 30 settembre.
- ARIF A. (2020), *Effects of securitization and covered bonds on bank stability*, “International Business Finance”, Vol. 53, n. 1, pp. 11-29.
- ASHRAF B.N. (2017), *Political institutions and bank risk-taking behavior*, “Journal of Financial Stability”, n. 29, pp. 13-39.
- ASHRAF B.N., ZHENG C., ARSHAD S. (2016), *Effects of national culture on bank risk-taking behaviour*, “International Business and Finance”, Vol. 37, n. 2, pp. 309-326.
- ATTANASIO F.P., FRAGLIASSO I., GIASI F., MANFREDONIA F. (2016), *ABS come possibile strumento di investimento per ottimizzare il profilo di rischio-rendimento del Balance-Sheet*, “IPE Working Paper”.
- AVI M.S. (1995), *Gli aspetti contabili delle imprese alberghiere*, Giappichelli, Torino.
- BAKER S.H. (2014), *Unmasking Project Finance: Risk Mitigation, Risk Inducement, and an Invitation to Development Disaster*, William S. Hein & Co. Inc. Editor, Getzville, NY.
- BAKOUSH M., ABOUARAB R., WOLFE S. (2019), *Disentangling the impact of securitization on bank profitability*, “International Business and Finance”, n. 47, pp. 519-537.
- BANCA D’ITALIA (2015), *Istruzioni per la redazione dei bilanci e dei rendiconti degli intermediari finanziari ex art. 107 del TUB, degli istituti di pagamento, degli IMEL, delle SGR e delle SIM*.
- BANCA D’ITALIA (2017), *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans – NPLs) del sistema bancario italiano*.
- BANCA D’ITALIA (2018), *Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione*, Circolare 262 del 22 dicembre 2005, aggiornamento del 30 novembre 2018.
- BANCA D’ITALIA (2021), *Report “Banche e moneta: serie nazionali”*, “Statistiche”, 9 febbraio.
- BANCA D’ITALIA, Provvedimento del 31 luglio 1992.
- BANCA D’ITALIA, Provvedimento del 29 marzo 2000.
- BARBAGALLO C. (2017), *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d’Italia.
- BASTIA P. (1995), *Il bilancio d’impresa*, Giappichelli, Torino.
- BATTAGLIA F., GALLO A. (2013), *Securitization and systemic risk: an empirical investigation on Italian Banks over the financial crisis*, “International Review of Financial Analysis”, n. 30, pp. 274-286.
- BATTAGLIA F., MAZZUCCA M. (2012), *La relazione tra attività di cartolarizzazione e liquidità nelle banche italiane. Alcune evidenze empiriche dalla recente crisi finanziaria*, Il Mulino, Bologna.
- BAVA F., DEVALLE A. (2020), *I nuovi OIC-Bilancio 2019*, Eutekne, Torino.
- BAVA F., DONI F., FASIELLO R., GIOVANDO G. (2018), *Gli effetti del nuovo sistema*

- valutativo sul patrimonio netto e sulle sue componenti, in AA.VV., *Bilancio e Principi Contabili*, Franco Angeli, Milano.
- BECCALI E. (2009), *Originate to distribute*, Università Cattolica Sacro Cuore, Osservatorio ECRIRE, Appunti disponibili sul sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/lam-9.pdf>.
- BERGER A.N., BOUWMAN C., KICK T., SCHAECK K. (2016), *Bank liquidity creation following regulatory interventions and capital support*, “Journal of Financial Intermediation”, Vol. 26, n. 4, pp. 115-141.
- BIANCONE P.P. (2010), *Financial accounting IAS/IFRS*, Celid, Torino.
- BIANCONE P.P. (2020), *IAS 27, Bilancio separato*, in F. DEZZANI, P.P. BIANCONE, D. BUSSO (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano.
- BIANCONE P.P. (2020), *IFRS 10, Bilancio Consolidato*, in F. DEZZANI, P.P. BIANCONE, D. BUSSO (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano.
- BIANCONE P.P., CISI M. (2020), *IFRS 12, Informativa sulle partecipazioni in altre Entità*, in F. DEZZANI, P.P. BIANCONE, D. BUSSO (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano.
- BONTEMPI P., SCAGLIARINI G. (1999), *La securitization. Teoria e pratica del diritto*, Vol. II, Giuffrè, Milano.
- BOSTANDZIC D., WEIB G.N. (2018), *Why do some banks contribute more to global systemic risk*, “Journal of Financial Intermediation”, Vol. 35, n. 1, pp. 17-40.
- BROCCARDO E. (2015), *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano.
- BRUNETTI G., CODA V., BERGAMIN BARBATO M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari: strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano.
- BRUSA L. (2009), *Contabilità dei costi*, Giuffrè, Milano.
- BRUSA L. (2012), *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano.
- BRYMAN A., BELL E. (2011), *Business research methods*, Oxford University Press, Oxford.
- BUFACCHI I. (2017), *In Europa cartolarizzazioni al palo*, “Il Sole 24 Ore”.
- BUSSO D. (2019), *L'introduzione del fair value per la valutazione dei derivati – Analisi teorica ed empirica degli effetti sul bilancio*, Giappichelli, Torino.
- BUSSO D. (2020), *IAS 7. Il Rendiconto finanziario*, in F. DEZZANI, P.P. BIANCONE, D. BUSSO (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano.
- BUSSO D. (2020), *IFRS 9. Strumenti Finanziari*, in F. DEZZANI, P.P. BIANCONE, D. BUSSO (a cura di), *IAS/IFRS*, cit.
- BUSSO D., BROCCARDO L. (2020), *IFRS 13. Valutazione del fair value*, in F. DEZZANI, P.P. BIANCONE, D. BUSSO (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano.
- CALLEGARO F. (2003), *La cartolarizzazione dei crediti. La società, i contratti, la vigilanza*, Ipsoa, Milano.
- CANTINO V. (2000), *Rischio di cambio, tecniche di gestione e di rilevazione*, Giuffrè, Milano.

- CANTINO V. (2002), *Valore di impresa e merito creditizio*, Giuffrè, Milano.
- CAPALDO P. (1998), *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano.
- CARNOVALE V. (2002), *La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)*, “Diritto della banca e del mercato finanziario”, http://www.tuttalafinanza.it/joomla/contents/La_Cartolarizzazione_dei_crediti.pdf.
- CARRETTA A. (2002), *Evoluzione dei modelli di intermediazione finanziaria, cambiamento della cultura bancaria e ruolo delle Centrali dei rischi*, Relazione al Convegno “La centrale dei rischi nella gestione del credito: esperienze e prospettive”, SADIBA, Perugia.
- CASTELLANO N. (2008), *L'uso dell'analisi di bilancio*, in A. DANOVÌ, A. QUAGLI (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano.
- CASU B., CLARE A., SARKISYAN A., THOMAS S.H. (2012), *Does securitization reduce credit risk taking? Empirical evidence from US bank holding companies*, “The European Journal of Finance”, n. 31, pp. 769-788.
- CASU B., CLARE A., SARKISYAN A., THOMAS S.H. (2013), *Securitization and bank performance*, “Journal of Money Credit Banking”, n. 45, pp. 1617-1658.
- CHEN T.K., LIAO H.H., YE J.S. (2019), *Bank management expertise and asset securitization policies*, “Journal of Banking & Finance”, n. 109.
- CHEN Z., LIU F.H., OPONG K., ZHOU M. (2017), *Short-term safety or long-term failure? Empirical evidence of the impact of securitization on bank risk*, “Journal of International Money and Finance”, n. 72, pp. 48-74.
- CHIUCCHI M. (2012), *Il metodo dello studio di caso nel management accounting*, Giappichelli, Torino.
- CINQUE E. (2000), *I gruppi economici: profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, Cedam, Padova.
- CODA V. (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino.
- COLUCCIA D. (2006), *Il bilancio delle società: lineamenti storici e modelli di redazione*, Giappichelli, Torino.
- COMITATO DI BASILEA (1988), *Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali*.
- COMITATO DI BASILEA (2004), *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*.
- COMITATO DI BASILEA (2010), *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*.
- CONSOB, Delibera n. 12175 del 2 novembre 1999.
- CONSORTI A. (2001), *La dimensione economico-reddituale e la dinamica finanziaria dell'azienda: schemi di analisi per indici e per flussi*, Giappichelli, Torino.
- CONSTANTINIDES G. M., HARRIS M., STULZ R.M. (2018), *Economics of Finance*, Vol. 2, Elsevier, North Holland.
- CORTESI A. (1996), *L'interpretazione del bilancio di esercizio: guida all'analisi dei risultati d'impresa*, Egea, Milano.
- COSTI R. (1998), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Atti del Convegno svoltosi a Roma il 4 dicembre in “Il disegno sulla cartolarizzazione dei crediti”, ABI, Bancaria Editrice, Roma.

- CREDITO FINANCE, 8 S.r.l., *Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017*.
- CULASSO F. (2009), *Gestione del rischio e controllo strategico. Un'ottica sistemica aziendale*, Giappichelli, Torino.
- CULASSO F. (2012), *La Gestione dei Processi e del Rischio. Un'analisi diacronica e prospettive di sviluppo*, Giappichelli, Torino.
- CUSSEDDU V. (2011), *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria-Capire la Finanza*, Fondazione Culturale Responsabilità Etica Onlus, Scheda n. 10.
- DAMILANO M. (2000), *La securitisation dei crediti*, Giappichelli, Torino.
- DE ANGELI S., ORIANI M. (2000), *La securitization dei crediti bancari*, Franco Angeli, Milano.
- DELL'ATTI V. (2003), *L'evoluzione della comunicazione d'azienda alla luce della stakeholder's theory: dal bilancio d'esercizio al bilancio sociale*, Cacucci, Bari.
- DELL'ATTI V., D'ALESSIO R. (2007), *Le analisi di bilancio e i settori produttivi*, in V. ANTONELLI, R. D'ALESSIO, V. DELL'ATTI, *Analisi di bilancio e Basilea 2. Indici, rating di settore, valutazioni*, Ipsoa, Milano, pp. 575-660.
- DELOITTE (2013), *IFRS 9: Financial Instruments – High level summary*.
- DELOITTE (2014), *Securitization Accounting*.
- DEVALLE A. (2010), *Misurazione delle performance nel bilancio IFRS: comprehensive income, dibattito internazionale e value relevance*, Pearson Prentice Hall, Milano.
- DEZZANI F. (1971), *Rischi e politiche d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- DEZZANI F. (2020), *Introduzione*, in F. DEZZANI, P.P. BIANCONE, D. BUSSO (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano.
- DEZZANI F., FERRERO G., PISONI P., PUDDU L. (1996), *Il bilancio*, Giuffrè, Milano.
- DEZZANI F., FERRERO G., PISONI P., PUDDU L., CAMPRA M. (2004), *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano.
- DEKU S.Y., KARA A. (2017), *Past, present and future*, *Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*, Philip Holyneux Editor, The Palgrave Macmillan.
- DE VICENTIS P., PIA P. (2015), *Aftermath of the Subprime Crisis: Reputational Damages Suffered by Major and Minor Rating Agencies*, "International Review of Business Research Papers", Vol. 11, n. 2, pp. 77-89.
- DI CIOMMO F. (1999), *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, Milano, <http://www.caplex.it/publications/i-soggetti-che-svolgono-operazioni-di-cartolarizzazione-e-la-separazione-patrimoniale/>.
- DICUONZO G. (2018), *La disclosure sui rischi finanziari tra dottrina, normativa e prassi: Evidenze empiriche del contesto italiano*, Giappichelli, Torino.
- DONNA G. (1999), *La creazione di valore nella gestione di imprese*, Carrocci, Roma.
- DOSSENA G. (2000), *La gestione per progetti – project financing, asset securitization e venture capital per il risanamento e sviluppo dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- DLA PIPER, DCM – Structured Finance & Tax Italy (2019), *Recenti modifiche alla*

Legge sulla Cartolarizzazione dei crediti Recenti modifiche alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti, Analisi delle novità introdotte dal Decreto Crescita.

- EBA (2017), *Draft Guidelines on management of non-performing and forborne exposures*, consultation paper, pp. 1-26, BCE (2018), *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, “Working Paper Vigilanza bancaria”, pp. 1-18.
- EISENHARDT K.M. (1989), *Building Theories from Case Study Research*, “Academy of Management Review”, Vol. 14, n. 4, pp. 532-550.
- ERNST & YOUNG (2012), *Challenges for banks and their structured entities in adopting and applying IFRS 10*.
- ERZEGOVESI L. (2007), *I modelli di portafoglio per la gestione del rischio di credito*, “Bancaria”, n. 9, [http://aleasrv.cs.unitn.it/aleablog.nsf/rsrc/varia/\\$file/Credit%20portfolio%20Articolo%20Bancaria.pdf](http://aleasrv.cs.unitn.it/aleablog.nsf/rsrc/varia/$file/Credit%20portfolio%20Articolo%20Bancaria.pdf).
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (2020), *EU-Non Bank Financial Intermediation Risk Monitor 2020*, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor_en.pdf.
- FABOZZI F.J., PETERSON DRAKE P. (2009), *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*, John Wiley & Sons, New York.
- FABRIZI P.L. (2016), *Economia del mercato mobiliare*, Egea, Milano.
- FAZZINI M. (2017), *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, Ipsoa, Milano.
- FELL J., GRODZICKI M., KRUSEC D., MARTIN R., O'BRIEN E. (2017), *Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms*, “Financial Stability Review ECB”.
- FERFOGLIA M., SOLDI G. (2018), *IFRS 9: come cambia il bilancio delle banche*, 14 dicembre, www.riskcompliance.it.
- FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2001), *Bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano.
- FERRI G. (1998), *La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese italiane*, “Studi e note di economia”, n. 3.
- FIORDELISI F., SOANA M., SCHWIZER P. (2013), *The determinants of reputational risk in the banking sector*, “Journal of Banking & Finance”, Vol. 37, n. 5, pp. 1359-1371.
- FIORI G. (2003), *Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici*, in C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- FRANKEL E. (1997), *Securitization of Loans: Asset-Backed Securities and Structured Financing*, in “The Financial Services Revolution, Understanding the Changing Roles of Banks, Mutual Funds and Insurance Companies 447”. Clifford E. Kirsch, ed. New York: McGraw-Hill.

- GALIANI S., POLIMENI F., PROIETTI M. (2003), *Credit Derivatives e cartolarizzazione*, “Il Sole 24 Ore”.
- GALLETTI D., GUERRIERI G. (2002), *La cartolarizzazione dei crediti*, Il Mulino, Bologna.
- GALLO G. (2019), *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, “Diritto Bancario”, n. 7.
- GAUTHIER LAURENT (2020), *Securitization Economics – Deconstructing the Economic Foundations of Asset Securitization*, Springer, Switzerland.
- GEBHARDT G. (2014), *Revisiting the Fundamental Concepts of IFRS*, “ABACUS”, Vol. 50, N. 1.
- GIACOSA E. (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano.
- GIACOSA E., MAZZOLENI A. (2018), *I modelli di previsione di insolvenza aziendale – Efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo*, Giappichelli, Torino.
- GIACOSA E., GIACHINO C. STUPINO M. (2016), *Turismo in una logica combinata: un caso di studio*, “Impresa e Progetto, Journal of Management”, n. 2, pp. 26-45.
- GOLINELLI G. (2010), *L’Approccio Sistemico Vitale (ASV) al governo dell’impresa*, Vol. 2, *Verso la scientificazione dell’azione di governo*, Cedam, Padova.
- GIANNOTTI C. (2004), *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano.
- GIOVANDO G. (2006), *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino.
- GIOVANDO G. (2012), *L’impresa di gestione aeroportuale, Aspetti strategici, di gestione e di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- GIOVANDO G., CROVINI C. (2017). *Corporate governance and international control deficiencies in financial institutions: direct causes of sanctions by the supervisory authority*, “Corporate Ownership & Control”, Vol. 15, n. 1, pp. 277-287.
- GIUNTA F., PISANI M. (2016), *L’analisi di bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.
- GORNICKA L.A. (2016), *Banks and shadow banks: Competitors or complements?*, “Journal of Financial Intermediation”, Vol. 17, n. 1, pp. 118-131.
- GORTON G. (2004), *Special Purpose Vehicle and Securitization, The Risks of Financial Institutions*, Mark Carey and René Stulz editors, University of Chicago, Chicago, riferimento trovato sul sito internet <http://www.nber.org/chapters/c9619>.
- GORTON G., SOULELES N.S. (2005), *Special Purpose Vehicles and Securitization*, “NBER Working Paper Series”.
- HANCOCK D.R., ALGOZZINE B. (2006), *Doing case study research: A practical guide for beginning researchers*, Teachers College Press, New York.
- HEYEK A., FAWZI M. (2011), *The adoption of IFRS 9 in the Jordanian Banking Sector*.
- HUIAN M.C. (2012), *Accounting for financial assets and financial liabilities according to IFRS 9*, “Scientific Annals of the ‘Alexandru Ioan Cuza’”, University of Iasi, Vol. 59, n. 1, pp. 27-47.

- IASB – INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2012), *IFRS 10 – Consolidated Financial Statements*.
- IASB – INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2014), *IFRS 9 – Financial Instruments*.
- IASB – INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2014), *IFRS 12 – Disclosure of interests in other Entities*.
- IASC – INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1999), *IAS 39: Financial instruments: Recognition and Measurement*.
- IGLESIAS-CASAL A., LO'PEZ-PENABAD M.C., LO'PEZ-ANDIÒ N C., MASIDE-SANFIZ J.M. (2020), *Securitization, financial stability and effective risk retention. A European analysis*, “PLoS ONE”, Vol. 15, n. 2, e0228141, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0228141>.
- INGO F., JANET M. (2005), *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego del rating*, *Banca dei Regolamenti Internazionali*, disponibile su www.bis.org.
- INGO W. (2016). *Reputational risks and large international banks*, “Financial Markets and Portfolio Management”, Vol. 30, n. 1, pp. 1-17.
- IVANOV K., JIANG J. (2020), *Does securitization escalate banks' sensitivity to systemic risk?*, “The Journal of Risk Finance”, Vol. 21, n. 1, pp. 35-49.
- LAGHI E. (1995), *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giapichelli, Torino.
- LAI A. (1997), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, Franco Angeli, Milano.
- LIJPHART A. (1971), *Comparative Politics and Comparative Method*, “American Political Science Review”, Vol. 65, n. 3, pp. 691-93.
- LOUTSKINA E. (2011), *The role of securitization in bank liquidity and funding management*, “Journal of Financial Economics”, n. 100, pp. 663-684.
- LUMPKIN S. (1999), *Trends and Developments in Securitisation*, “Financial Market Trends”, OECD.
- MANDEL B.H, MORGAN D., WEY C.Y. (2012), *The role of bank credit enhancements in securitization*, “Economic Policy Review”, Vol. 18. n. 2, pp. 35-46.
- MARCHE MUTUI, *2 società per la cartolarizzazione a r.l., Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2018*.
- MASINI C. (1979), *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino.
- MAZZOCCHETTI A., LAURETTA E., RABERTO M. (2020), *Systematic financial risk indicators and securitised assets: an agent-based framework*, “Journal of Economic Interaction and Coordination”, Vol. 17, n. 1, pp. 9-47.
- MAZZUCA M. (2015), *Cartolarizzazioni bancarie in Italia: nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano.
- MEGLIANI M. (2000), *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, “Diritto del commercio internazionale”, n. 1.
- MELLA P., NAVARONI M. (2012), *Analisi di bilancio: indici e flussi*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.

- MOLTENI M. (2000), *Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio*, in M. MOLTENI (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano.
- MOODY'S INVESTOR SERVICE (2000), *La vita è bella, quasi: individuazione dei limiti della legge italiana sulla cartolarizzazione in tema di riduzione del rischio di fallimento*, Special Report.
- MOODY'S (2014), *Moody's publishes methodology for assessing bankruptcy remoteness of special purpose entities*.
- NGUYEN D.D., HAGENDORFF J., ESHRAGHI A. (2016), *Can bank boards prevent misconduct?*, "Review of Finance", Vol. 20, n. 1, pp. 1-36.
- NIJSKENS R., WAGNER W. (2011), *Credit risk transfer activities and systemic risk: how banks became less risky individually but posed greater risks to the financial system at the same time*, "Journal of Banking and Finance", n. 35, pp. 1391-1398.
- NOBOLO A., GUARINI E., GIORGINO M.C. (2016), *La gestione delle aziende di produzione*, in A. Nobolo (a cura di), *Economia aziendale*, Pearson, Milano.
- OIC-ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *Principio Contabile n. 15 Crediti*.
- ONIDA P. (1968), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.
- OSSOLA G. (1994), *Il bilancio delle società di leasing*, Giappichelli, Torino.
- OSSOLA G. (2000), *Il bilancio degli Enti Finanziari*, Giappichelli, Torino.
- OSSOLA G. (2005), *Gli schemi del bilancio d'esercizio degli enti creditizi*, Giuffrè, Milano.
- OSSOLA G., GIOVANDO G., CROVINI C. (2017), *Corporate and Risk Governance: key-drivers for value creation and growth. The case of Italian Credit Cooperative Banks*, "Review Of Business Research", Vol. 17, n. 4, pp. 7-18.
- PALUMBO R., PAOLONE G., D'AMICO L. (2001), *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari.
- PAOLINI A. (1998), *Le condizioni di equilibrio aziendale*, in L. MARCHI (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- PAOLUCCI G. (2016), *Analisi di bilancio: logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano.
- PARISOTTO R. (2017), *Cartolarizzazioni: esenti da IVA i servizi di servicing*, SFEF Egea, Milano.
- PETTIGREW A. (1990), *Longitudinal Field Research on Change: Theory and Practice*, "Organization Science", Vol. 1, n. 3, pp. 267-292.
- PILATI A. (2017), *Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità*, Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia.
- PISONI P., DEVALLE A. (2013), *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano.
- PISONI P., BIANCONE P.P., BUSSO D., CISI M. (2015), *Il bilancio consolidato IFRS*, Giuffrè, Milano.
- PIZZUTILLO F. (2002), *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, Giuffrè, Milano.

- PROVASOLI A. (2007), *Prefazione*, in A. PROVASOLI, A. VIGANÒ, *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano.
- PwC (2011), *Structured finance – accounting developments: Special purposes entities – Consolidation and Disclosure*.
- PwC (2017), IFRS 9, *Financial Instruments Understanding the basics*.
- RANALLI F. (1988), *Considerazioni sul tema dell'economicità aziendale*, Clua Editrice, Pescara.
- REA M.A. (2016), *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- RELAZIONE DELLA VI COMMISSIONE PERMANENTE sul Disegno di Legge n. 5058 Disposizioni sulla Cartolarizzazione dei Crediti del 22 febbraio 1999 http://leg13.camera.it/_dati/leg13/lavori/stampati/pdf/50580A.pdf.
- RICCIARDI F., GIACOSA E., CULASSO F. (2020), *Stepchildren or prodigal employees? Motives and consequences of employee entrepreneurship in family business*, “International Entrepreneurship and Management Journal”, Vol. 1, n. 1, pp. 2-20.
- RICCIO G. (2002), *La valutazione della performance nelle banche*, Giappichelli, Torino, p. 12 ss.
- RUCELLAI S. (1995), *I problemi legati allo sviluppo della securitisation in Italia: prospettive di soluzione*, “Giurisprudenza commerciale”.
- RUMI G. (2000), *Securitisation – La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, “Il Sole 24 Ore”, Milano.
- RUOZI R. (2006), *Economia e gestione della banca*, Egea, Milano.
- SANNINO G. (2008), *Framework*, in AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino.
- SCHWARCZ S.L. (1993), *Structured finance. A guide to principles of asset securitisation*, Practising Law Institute, New York.
- SIGGELKOW N. (2007), *Persuasion with Case studies*, “Academy of Management Journal”, Vol. 50, n. 1, pp. 20-24.
- SOLIMENE S. (2011), *Il coordinamento nei sistemi aziendali complessi: finalità e strumenti*, Rirea, Roma.
- SOSTERO U. (2018), *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- SOSTERO U., FERRARESE P. (2000), *Analisi di bilancio: strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano.
- STANDARD & POORS (2013), *Europe Asset Isolation And Special-Purpose Entity Criteria--Structured Finance*.
- TARGETTI F. (1999), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Capitolo IX, ABI, Bancaria Editrice, Roma.
- TEODORI C. (2002), *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, in D.M. SALVIONI (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino.

- TEODORI C. (2017), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- TERZANI S. (1978), *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova.
- TERZANI S. (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova.
- THOMPSON A.V. (1965), *Bureaucracy and innovation*, “Administrative Science Quarterly”, Vol. 10, n. 1, pp. 1-20.
- TISCINI R. (2014), *Economia delle crisi d'impresa: profili di governance e informativa aziendale*, in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano.
- TISCINI R. (2016), *Teoria e regolamentazione delle contabilità: una prospettiva di analisi della riforma ex d.lgs. 139/2015 dai temi scelti costo ammortizzato e beni immateriali – I nuovi principi OIC*, “Luiss Law Review”, n. 1, 2018.
- T.U.B. – Testo Unico Bancario, Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385.
- TUTINO F., BIRINDELLI G., FERRETTI P. (a cura di) (2011), *Basilea 3. Gli impatti sulle banche*, Egea, Milano.
- TUZZA G. (2017), *La cartolarizzazione dei crediti*, “Cammino Diritto”, n. 11, https://www.camminodiritto.it/public/pdfarticoli/2516_11-2017.pdf.
- VARETTO F. (1999), Modelli di previsione delle insolvenze: un'analisi comparata, in G. SZEGO, F. VARETTO, *Il rischio creditizio: misura e controllo*, Utet, Torino.
- VENUTI M. (2020), *Modelli teorici e concreti di informativa contabile*, Giappichelli, Torino.
- VIKTROVICH LINEV I. (2014), *Application of Securitization of Leasing Assets*, “Vestnik MGIMO-Universiteta Journal”.
- ZANDA G. (2006), *Lineamenti di economia aziendale*, Kappa, Roma.
- ZANDA G. (2015), *Fondamenti di economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T. (2013), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino.
- ZAPPA G. (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè, Milano.
- WARNA, KULA, SURIYA (2019), *The international comparative legal to: Securitisation 2019*, Global Legal Group Ltd, London.
- WATSON FARLEY & WILLIAMS (2017), *An overview of bankruptcy remote structures*, <https://www.wfw.com/wp-content/uploads/2019/04/WFW-Maritime-Bankruptcy-Remote-Structures-January-2017.pdf>.

Finito di stampare nel mese di maggio 2021
nella Stampatre s.r.l. di Torino – Via Bologna, 220

Volumi pubblicati

1. E. GIACOSA-A. MAZZOLENI, *I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale. Efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo*, pp. X-174, 2018.
2. D. BUSSO, *L'introduzione del fair value per la valutazione dei derivati. Analisi teorica ed empirica degli effetti sul modello di bilancio italiano*, pp. XII-204, 2019.
3. E. TRUANT, *The Business Model of organic companies. Sustainability approaches through districts*, pp. XIV-162, 2019.
4. S. FIANDRINO, *Disclosure of Non-Financial Information: Evolutionary Paths and Harmonisation to Mandatory Requirements*, pp. XII-164, 2019.
5. L. CORVO-L. PASTORE, *Perspectives of Value Co-Creation: Impact-Based Models*, pp. XII-148, 2019.
6. S. SECINARO, *Blockchain e accounting*, pp. XIV-114, 2020.
7. M. MAZZOLENI, *L'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese. Vincolo o acceleratore nel processo di crescita?*, pp. XIV-274, 2020.
8. M. CISI, *Le reti di imprese. Una analisi economico-aziendale*, pp. XVI-144, 2020.
9. R. FRONDIZI, *La Terza Missione delle Università*, pp. XII-212, 2020.
10. V. BRESCIA, *Smart city e citizen participation: strumenti, governance e performance*, pp. X-262, 2020.
11. A. SARDI-P. GARENGO-E. SORANO, *La misurazione e la gestione delle prestazioni: il ruolo chiave della gestione delle risorse umane*, pp. VI-122, 2020.
12. P. ESPOSITO, *Concessioni e accordi per servizi in concessione. Profili teorici, modelli di business, trattamento contabile*, pp. XIV-146, 2020.
13. F. RIZZATO, *Il trattamento contabile dei leasing tra IFRS e US GAAP. Tendenze evolutive, literature review e contesto italiano*, pp. VIII-184, 2020.
14. P. CATALFO, *Il carattere evolutivo del bilancio e il valore delle informazioni non finanziarie*, pp. XIV-130, 2020.

15. L. CORAZZA, *Sustainability education for future managers. An autoethnographic research experience on transformational learning*, pp. X-118, 2020.
16. G. GIOVANDO, *L'operazione di securitization. Analisi dei processi di rilevazione e di gestione*, pp. VIII-184, 2021.