

## **ANTONIO VOLANTI**

(Avvocato, Dottore di ricerca in diritto dei contratti ed economia di impresa)

### **I finanziamenti destinati a specifici affari con emissione di titoli destinati alla circolazione: una nuova opportunità operativa per la cartolarizzazione\***

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive. 2. I finanziamenti destinati. 3. I modelli di cartolarizzazione. 4. Le operazioni di cartolarizzazione nell'ambito dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare. 5. Le ipotesi escluse.

**1. Considerazioni introduttive.** È dato di comune esperienza che la endemica scarsità delle risorse finanziarie rinvenibili sul mercato abbia indotto gli operatori economici a rinvenire sempre nuove articolate operazioni volte al reperimento di liquidità mutuandole anche dall'esperienza di altri sistemi giuridici.

In tale processo verso il *finanziario* trova piena dimora la novella del diritto delle società di capitali il quale, in ossequio a quanto previsto già dalla legge delega (art. 2, primo comma, *sub a*), e) per i principi generali, art. 3, secondo comma, *sub c*), g) in tema di società a responsabilità limitata, art. 4, quarto, quinto e sesto comma, legge 3 ottobre 2001, n. 366) ha inteso attribuire preminenza a tale aspetto introducendo nuove forme, articolazioni e strumenti dell'attività di impresa (collettiva) volti a favorire il reperimento delle risorse in questione<sup>1</sup>.

Senonché la disciplina del finanziamento dell'impresa societaria coinvolge necessariamente anche l'ulteriore profilo della (disciplina della) responsabilità e cioè delle modalità di ripartizione degli esiti del processo imprenditoriale tra i soggetti economici coinvolti (soci, creditori e terzi).

---

\* Relazione presentata nel Seminario di studi "Patrimoni separati e cartolarizzazione" tenutosi presso la Luiss Guido Carli il 16 giugno 2005 e successivamente pubblicata con integrazione delle note bibliografiche in TAMPONI M. (a cura di), *Patrimoni separati e cartolarizzazione*, Roma, 2006, pag. 117 e ss.

I finanziamenti destinati a specifici affari con emissione di titoli destinati alla circolazione: una nuova opportunità operativa per la cartolarizzazione

In altri termini, l'approvvigionamento delle risorse finanziarie da parte della impresa societaria non può prescindere dalla regolamentazione delle modalità di restituzione di detti mezzi a chi li abbia forniti.

Tra gli strumenti introdotti dal nuovo diritto delle società di capitali a tale proposito si collocano sicuramente le azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore (art. 2350, secondo comma, c.c.) ma, soprattutto, i modelli di destinazione societaria (artt. 2447-*bis* e ss. c.c.), i quali evidenziano un nuovo approccio al tema della responsabilità patrimoniale dell'attività di impresa sul presupposto che la sua limitazione ne agevoli l'attività di controllo e di monitoraggio da parte dei creditori dell'imprenditore dovendosi costoro preoccupare (unicamente) – almeno in linea teorica - di una porzione dell'attività sociale e non degli eventi che colpiscono l'intera attività di impresa.

In buona sostanza si tratta di una tecnica volta a realizzare una ulteriore segmentazione del rischio di impresa, che opera non secondo lo schema della segmentazione soggettiva, come ad esempio nel modello del gruppo di società, ma secondo lo schema della segmentazione *per attività*<sup>2</sup>.

## **2. I finanziamenti destinati.**

In tale prospettiva, il modello di destinazione societaria disciplinato all'art. 2447-*bis sub b)* c.c., il quale, come noto, costituisce la seconda delle due opzioni che il legislatore ha individuato in sede di esercizio della delega contenuta nella legge n. 366/01, è stato caldeggiato da chi aveva ritenuto che esso fosse maggiormente aderente ai profili tipici (del diritto) di impresa ove l'aspetto reddituale prevale sull'aspetto statico dell'imputabilità tipico delle regole sancite dagli artt. 2740 e 2741 c.c.<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un tale prospettiva si v. per tutti, ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, pagg. 21 e ss.. In particolare con riferimento ai patrimoni destinati, v. GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, 2003, Padova, pag. 18.

<sup>2</sup> FERRO-LUZZI F., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 109 il quale sottolinea come in tale caso si sostituisce il tradizionale principio di "chi risponde per cosa" con quello del "cosa risponde per cosa".

<sup>3</sup> FERRO-LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, 130 e ss.. A tale prospettiva si oppone chi invece ha ritenuto come il DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Società*, 2002, 665 e ss., la maggior adeguatezza del modello cd *operativo o industriale* disciplinato all'art. 2447-*bis sub a)* c.c..

In ogni caso, il finanziamento destinato<sup>4</sup> costituisce uno strumento alternativo a forme di raccolta di capitali più tradizionali in quanto è caratterizzato dallo strumento della separatezza il quale attiene, non tanto a (determinati) beni del patrimonio generale del debitore, ma piuttosto ai proventi dell'operazione che in tal modo è finanziata con i medesimi flussi ad essa dedicati<sup>5</sup>.

La caratterizzazione del modello in esame risiede allora proprio nel fatto che chi voglia investire danaro finanziando l'impresa è certo che alla restituzione del finanziamento sono destinati, appunto, i proventi che derivano dallo specifico affare oggetto del finanziamento stesso.

Così facendo, come è stato osservato, l'opzione di cui all'art. 2447-bis sub b) c.c., mira ad eliminare quelle asimmetrie informative che, usualmente, sono di ostacolo ad un corretto instaurarsi dei rapporti tra creditore e debitore<sup>6</sup>. Il vantaggio in tal senso è duplice. Non solo per il finanziatore, il quale, in tal modo, sa che i proventi dell'affare da lui finanziato sono destinati esclusivamente al rimborso del finanziamento stesso, senza che possano interagire altre e diverse assunzioni di obblighi da parte del finanziato, ma, anche, per il finanziato che può rendere più allettante per il mercato dei finanziatori uno specifico rischio piuttosto che quello generale connesso alla globale attività di impresa<sup>7</sup>.

Tutto ciò dovrebbe, peraltro, contribuire a diminuire i costi del finanziamento.

Tale modello richiama innegabili somiglianze con altre operazioni finanziarie quali, in primo luogo, la finanzia di progetto che si connota per la stessa logica di base che le caratterizza per la loro elevata portata innovativa.

---

<sup>4</sup> La destinazione, peraltro, opera su tre piani. In primo luogo, il finanziamento ottenuto deve essere destinato alla realizzazione dello specifico affare. Inoltre, i ricavi provenienti dallo specifico affare debbono essere destinati a rimborsare i finanziatori dell'attività. Infine, esiste una destinazione dei beni strumentali per la realizzazione dell'affare medesimo che, in tal modo, costituiscono un patrimonio destinato, sicché su di essi sono vietate le azioni esecutive dei creditori della società.

<sup>5</sup> FERRO-LUZZI F., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, cit., 121. CAPALDO G., *I patrimoni separati nella struttura delle operazioni finanziarie*, di prossima pubblicazione su *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, suppl., pag. 211 osserva che «la figura in esame presenta tratti di novità ed è idonea a rispondere alle molteplici esigenze del finanziamento di impresa».

<sup>6</sup> FERRO-LUZZI F., *Op. cit.*, 113.

Detta novità si sostanzia, appunto, in una diversa disciplina della regola della responsabilità patrimoniale non più ancorata alla tradizionale idea di bene e del soggetto al quale esso appartiene ma, piuttosto, ad una entità fluttuante e dinamica quale è l'insieme dei ricavi che l'imprenditore ottiene dall'esercizio di un'attività di impresa specifica<sup>8</sup>.

Il modello è, quindi, pensato per costruire una garanzia avente ad oggetto non beni ma – sostanzialmente – la capacità e la possibilità produttiva dello specifico affare<sup>9</sup>. In esso si sostituisce, come osservato, ad una separazione mediante imputazione (di parte dei beni) del patrimonio, una separazione dei soli flussi finanziari che quello specifico affare è capace di produrre<sup>10</sup>. Non di garanzia su beni si tratta ma di garanzia sugli esiti economici di una certa operazione<sup>11</sup>.

Tale modello, pertanto, mira a soddisfare esigenze di finanziamento dell'impresa societaria al di fuori dei tradizionali apporti patrimoniali a diverso titolo o di altra natura<sup>12</sup>, in quanto si colloca al di fuori degli schemi dell'apporto di capitale di rischio o di apporti diversi dal denaro<sup>13</sup>.

Sotto tale profilo il finanziamento destinato ad uno specifico affare offre indubitabili elementi di somiglianza anche con un'altra tipica operazione di finanzia innovativa: la cartolarizzazione dei crediti nella quale, come si osserverà di seguito, il flusso finanziario derivante dai crediti riscossi oggetto della cessione in blocco costituisce patrimonio separato della società

---

<sup>7</sup> In tal senso sempre FERRO-LUZZI F., *Op. cit.*, 113. In senso contrario DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, cit., 666.

<sup>8</sup> BOZZA M., *Sub Art. 2447-bis – 2447-decies c.c.*, in BERTUZZI M.-BOZZA G.-SCIUMBATA G., *Patrimoni destinati, partecipazioni statali, S.A.A. (artt. 2427-bis-2461 c.c.)*, in LO CASCIO G. (a cura di), *La riforma del diritto societario*, VII, Milano, 2003, pag. 163. Correttamente CAPALDO G., *Op. cit.*, pag. 12 della bozza, ricorda la difficoltà di ricondurre i proventi, intesi quali *cash flows*, entro gli schemi noti dei diritti futuri. V. anche *infra* nel testo.

<sup>9</sup> ABI, *Circolare serie Legale n. 35-23 settembre 2003*. SALAMONE L., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a specifici affari ex art. 2447-bis, comma 1, sub a, c.c.*, relazione tenuta in questo stesso convegno, parla al riguardo di finanziamento assistito da una garanzia flottante.

<sup>10</sup> FERRO-LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, cit., 130.

<sup>11</sup> V. ANGELICI C., *Op. cit.*, pag. 34.

<sup>12</sup> GIANNELLI G., *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società*,. *Manuale breve*, 2004, pag. 178.

<sup>13</sup> COMPORTI C., *Sub artt. 2447-bis e seguenti*, in SANDULLI M. e SANTORO V., *La riforma delle società*, vol. 2, tomo II, Torino, 2003, pag. 1017.

cessionaria (società per la cartolarizzazione o società veicolo) ed è sottratto alle azioni di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi nell'ambito dell'operazione stessa.

Anche nel finanziamento destinato, i proventi dell'affare ed i loro reimpieghi costituiscono un patrimonio separato rispetto a quello della società e, quindi, sono sottratti all'aggressione dei creditori sociali. In sostanza il funzionamento del modello è incentrato sulla capacità dello specifico affare di generare un reddito di autofinanziamento piuttosto che sulla capacità di adempimento della società che beneficia del finanziamento<sup>14</sup>, richiamando, sotto tale profilo, ancora una volta, le già citate operazioni di finanzia di progetto<sup>15</sup>.

La connotazione finanziaria dell'istituto in parola si completa, infine, con la previsione di cui all'art. 2447-*decies*, settimo comma, c.c. in forza della quale è prevista – con i limiti che si vedranno - la possibilità di emissione di titoli destinati alla circolazione e che rappresentano il finanziamento.

Orbene, al di là dell'imprecisione terminologica<sup>16</sup>, quello che rileva è che la norma consente che il finanziamento sia accompagnato dall'emissione e dalla correlata circolazione di strumenti finanziari<sup>17</sup> allargando così il numero dei soggetti coinvolti nell'affare.

---

<sup>14</sup> COMPORTI C., *Ibidem*.

<sup>15</sup> COMPORTI C., *Op. cit.*, pag. 1018, GIANNELLI G., *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, cit., pag. 178.

<sup>16</sup> Non essendo chiaro che cosa si debba intendere per titoli che rappresentano il finanziamento e potendosi domandare perché non si sia usato il termine strumento finanziario (v. COMPORTI, *Op. cit.*, 1019, rileva che sarebbe stato più opportuno fare riferimento alla nozione di strumenti finanziari, similmente a quanto prevede l'art. 2447-*ter*, comma I, *sub e*) c.c.).

<sup>17</sup> MANZO G. e SCIONTI G., *Patrimoni dedicati e azioni correlate: «cellule fuori controllo»?*, in *Società*, 2003, 1334 e nt. 26 hanno ritenuto di poter desumere dalla lettera della norma anche la possibilità di emettere strumenti finanziari non destinati alla circolazione o circolabili unicamente con il preventivo consenso degli amministratori. MIGNONE G., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., *Il nuovo diritto societario*, II, Bologna, 2004, pag. 1692 osserva che sola la prima ipotesi appare accoglibile in quanto la seconda comporterebbe comunque una possibilità di circolazione sia pure limitata. Nello stesso senso GIANNELLI G., *Sub artt. 2447-bis – 2447-decies* in NICCOLINI G. e STAGNO d'ALCONTRES A., *Società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, pag. 1284.

La previsione – però – introduce un limite stringente: l'emissione di detti strumenti finanziari deve avvenire nell'ambito di una operazione di cartolarizzazione prevista dalle leggi vigenti.

Ciò perché, la «eterodossia [dell'operazione] ne suggerisce negoziazione effettivamente dialogata in un confronto consapevole tra le parti»<sup>18</sup> e ne sconsiglia, invece, la forma della sollecitazione in massa dei risparmiatori.

### **3. I modelli di cartolarizzazione.**

La previsione dell'emissione di strumenti finanziari destinati alla circolazione unicamente nell'ambito di una operazione di cartolarizzazione consente, quindi, di evidenziare il possibile intersecarsi tra il finanziamento destinato e la cartolarizzazione.

Come è noto, la legge n. 130/99 ha disciplinato due modelli operativi di cartolarizzazione: con cessione (art. 1) e senza cessione (art. 7)<sup>19</sup> e ciò al fine di dettare una normativa che potesse riguardare le diverse tecniche operative che la prassi conosce per averle recepite dalla esperienza straniera<sup>20</sup>.

Al di là della asimmetria normativa che caratterizza le due figure sopra richiamate<sup>21</sup> appare evidente che esse differiscono sia sotto un profilo strutturale sia sotto un profilo teleologico.

In primo luogo la cartolarizzazione di cui all'art. 1 si fonda sotto il profilo strutturale – come accennato - su una cessione (normalmente) di una pluralità di crediti pecuniari, presenti o futuri, in blocco. Sotto un profilo

---

<sup>18</sup> LIBONATI B., *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per azioni*, Milano, 2004, pag. 190 ma anche GIANNELLI G., *Sub artt. 2447-bis – 2447-decies*, cit., pag. 1284.

<sup>19</sup> Peraltro l'art. 7 richiamato prevede anche la possibilità di cartolarizzazione con cessioni di crediti a fondi comuni di investimento, ipotesi questa che risulta inapplicata.

<sup>20</sup> V. in tema GRANIERI M. e RENDA A., *La securitization tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in PARDOLESI R. (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, Milano, 1999, pagg. 1 e ss. V. anche FRIGNANI A., *La «securitization» come strumento di smobilizzo dei crediti di massa*, in *Foro it.*, 1995, V, 294 e ss. e VIATLE S., *Il regime giuridico delle operazioni internazionali di «securitization»*. *La Cartolarizzazione*, Padova, 1999.

<sup>21</sup> Essendo la cartolarizzazione con cessione dei crediti organicamente disciplinata, laddove la cartolarizzazione senza cessione è, al più, prevista, in quanto per la disciplina esiste in realtà unicamente un richiamo (foriero peraltro di numerosi dubbi ermenutici) alla disciplina della prima figura in quanto compatibile.

squisitamente economico e quindi teleologico, soprattutto laddove l'operazione abbia ad oggetto crediti già esistenti, tale tipologia di cartolarizzazione svolge una funzione di liquidità. In altri termini il cedente scambia crediti (cioè sostanzialmente danaro futuro) con danaro presente. Si tratta cioè di una operazione creditizia economicamente assimilabile allo sconto di cui all'art. 1858 c.c.<sup>22</sup> con la quale il cedente si *libera* di crediti, a fronte di un incasso immediato, in favore del cessionario (la società veicolo) il quale emette dei titoli al fine di raccogliere la provvista da destinare al cedente. I portatori dei titoli saranno rimborsati con l'incasso dei crediti ceduti.

Il vantaggio – in sintesi – per il cedente è di rendere attuale un attivo a scadenza (i crediti oggetto della cessione) realizzando una classica operazione di liquidità.

Poiché, però, la cessione dei crediti riguarda il cedente e la società veicolo, la destinazione dei crediti in favore dei portatori dei titoli è assicurata dalla previsione della loro separatezza patrimoniale<sup>23</sup> rispetto al restante patrimonio o rispetto ad altre operazioni di cartolarizzazione, il che comporta che sul detto patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti (art. 3 legge n. 130/99).

Peraltro, la ricostruzione dell'operazione come sopra tratteggiata non trova riscontro nel caso in cui la cessione abbia ad oggetto crediti futuri e ciò non tanto perché non sia in astratto configurabile una cessione di crediti non ancora esistenti ma quanto piuttosto per la diversità sostanziale di fattispecie che influenza l'efficacia della separazione patrimoniale e la tutela dei portatori dei titoli.

---

<sup>22</sup> FERRO-LUZZI P., *La «cartolarizzazione»*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, 2003, pag. 412.

<sup>23</sup> Al riguardo, FERRO-LUZZI P., *La «cartolarizzazione»*, cit., pag. 393 osserva che sarebbe stato corretto prevedere anziché il patrimonio separato una disciplina che assicurasse la destinazione dei crediti e ciò in quanto il patrimonio separato nel nostro ordinamento più che un istituto è una costruzione dottrinale.

Nell'ipotesi di cartolarizzazione di crediti futuri, infatti, si pone innanzitutto un problema definitorio che è stato risolto dalla precisazione contenuta nel d.m. Tesoro 4 aprile 2001 il quale – modificando i criteri di iscrizione degli intermediari finanziari nell'elenco previsto dall'art.107, primo comma, t.u.b. – ha chiarito che i crediti futuri ai sensi della legge sulla cartolarizzazione sono quelli non ancora esistenti ma che possono essere generati nel normale esercizio dell'attività del cedente e cioè, come è stato osservato, i crediti «*futuribili*»<sup>24</sup>. In tale prospettiva, la cartolarizzazione che abbia ad oggetto una siffatta categoria di crediti non persegue un fine di liquidità quanto costituisce un vero e proprio finanziamento e, poiché l'effetto di separazione si verifica per legge in capo alla società veicolo, è solo in capo a quest'ultima che nascerà il credito quando verrà ad esistenza. Diversamente ragionando, si renderebbe inapplicabile la previsione del già citato art. 3<sup>25</sup>.

Anche nella cartolarizzazione senza cessione<sup>26</sup>, lo schema sopra individuato, per la cartolarizzazione con cessione di crediti presenti, non trova rispondenza.

Tale modello alternativo di cartolarizzazione<sup>27</sup> ha quale tratto caratterizzante sotto un profilo strutturale, per l'appunto, l'assenza del fenomeno traslativo

---

<sup>24</sup> FERRO-LUZZI P., *La «cartolarizzazione»*, cit., pag. 405 il quale correttamente pone l'ulteriore problema dell'ammissibilità della cartolarizzazione dei proventi e cioè di quelle somme che, pur future, non costituiscono un credito ma piuttosto una controprestazione di beni e servizi forniti.

<sup>25</sup> Peraltro, la legge nulla dice in ordine alla circostanza nella quale il credito futuro non venga successivamente ad esistenza. Tra le due alternative possibili, l'una di ritenere quindi nulla la cessione con conseguente diritto dei portatori dei titoli di rivalersi su tutto il patrimonio del cedente per la restituzione di quanto versato, l'altra di addossare tale rischio agli stessi portatori dei titoli, quest'ultima sembra essere la più conforme allo scopo della cartolarizzazione ma, in tal caso, la legge non prevede adeguate misure atte a consentire il controllo sulla gestione di impresa da parte dei portatori dei titoli.

<sup>26</sup> Tale figura è stata prevista al fine di consentire di operare anche in Italia secondo il modello, conosciuto nei paesi anglosassoni, della cd. *subparticipation*. Sul tema si rimanda a FRIGNANI A., *Op. cit.*, 298 e ss.; GRANIERI M. e RENDA A., *La securitization tra diritto ed economia*, cit., pagg. 42 e ss.; VITALE S., *Op. cit.*, pagg. 52 e ss.; ATTANASIO C., *La securitisation in Inghilterra*, in PARDOLESI R. (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, cit., pagg. 225 e ss.; LA LICATA D., *Sub art. 7*, in FERRO-LUZZI P. e PISANTI C. (a cura di), *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, Milano, 2005, pagg. 442 e 443.

<sup>27</sup> Sull'ulteriore opzione prevista dal legislatore che si dovrebbe realizzare con la cessione dei crediti a fondi comuni di investimento, si v. PICARDI L., *Fondo di crediti e separazione patrimoniale* relazione tenuta in questo stesso convegno.

dei crediti che rimangono in capo al soggetto cedente, denominato dalla legge (più opportunamente) finanziato. Tale circostanza impedisce di ricostruire anche tale figura secondo lo schema dell'operazione di liquidità e pone, vieppiù, un problema di separatezza patrimoniale. Infatti, se è assente una cessione, è logicamente impossibile prevedere a tutela dei portatori dei titoli la separazione patrimoniale dei crediti dal restante patrimonio della società veicolo (qui in veste di finanziatore) posto che questi, in realtà, rimangono nel patrimonio del finanziato<sup>28</sup>. Ne consegue che la società di cartolarizzazione e, necessariamente, i portatori degli strumenti finanziari subiscono il rischio di inadempimento/insolvenza non solo dei debitori dei crediti oggetto della cartolarizzazione ma anche il rischio di inadempimento/insolvenza del finanziato<sup>29</sup>.

Sicché, si è ritenuto<sup>30</sup>, la tutela dei portatori dei titoli si deve ricostruire in via interpretativa valorizzando lo specifico rapporto tra emissione dei titoli ed erogazione del finanziamento. In altri termini, per consentire anche al modello della cartolarizzazione senza cessione di garantire adeguatamente i portatori dei titoli, si ritiene di dover fare riferimento alla destinazione che rileva innanzitutto sul piano del rimborso del finanziamento e che si ritiene estendibile anche alla fattispecie in esame in forza dell'art. 3, legge n. 130/99 genericamente richiamato dall'art. 7, primo comma, legge cit..

In altri termini, tale figura si connota perché si realizza tramite l'erogazione di un finanziamento al titolare dei crediti i quali, anziché essere ceduti al finanziatore-società veicolo, rimangono nel patrimonio del finanziato. Il finanziatore tramite la emissione di titoli raccoglie la provvista necessaria al finanziamento stesso, mentre il realizzo dei crediti rimasti nel patrimonio del finanziato sarà utilizzato dal finanziatore per il rimborso dei portatori dei titoli. È necessario quindi che anche nelle operazioni di cartolarizzazione indicate all'art. 7 *sub a)* sia assicurato il vincolo di destinazione indicato all'art. 1 *sub b)* per le operazioni di cartolarizzazione *tradizionali*. Tale vincolo di

<sup>28</sup> In termini, FERRO LUZZI P., *La «cartolarizzazione»*, cit., pag. 413.

<sup>29</sup> LA LICATA D., *Op. cit.*, pag. 468.

<sup>30</sup> Da ultimo, LA LICATA D., *Op. cit.*, pagg. 444 e ss..

destinazione potrà essere assicurato, come osservato, solo da un contratto di finanziamento nel quale l'obbligo di rimborso sia condizionato all'avvenuto adempimento da parte dei corrispondenti debitori<sup>31</sup>. Rimane irrisolvibile, in ogni caso, la assenza di qualsiasi previsione legislativa volta al controllo degli incassi dei crediti destinati non solo e non tanto da parte della società veicolo, la quale potrà esigerli all'interno del contratto di finanziamento similmente a quanto previsto invece dall'art. 2447-*decies*, secondo comma, c.c. per i contratti di finanziamento destinato allo specifico affare, ma anche e soprattutto da parte dei portatori dei titoli.

#### **4. Le operazioni di cartolarizzazione nell'ambito dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare.**

Orbene i profili problematici che sono rinvenibili a proposito delle operazioni di cartolarizzazione senza cessione, potrebbero trovare soluzione proprio alla luce del collegamento che il legislatore ha creato con il citato art. 2447-*decies*, settimo comma, c.c.<sup>32</sup>.

Infatti, al di là della già evidenziata somiglianza tra i due modelli, caratterizzati dall'apposizione di un vincolo di destinazione che consente di privilegiare un certo creditore o un certo numero di creditori nel rimborso del capitale prestato e che riguarda flussi finanziari piuttosto che beni intesi in senso tradizionale, occorre segnalare che la laconicità della disciplina dettata per l'ipotesi di cartolarizzazione mediante finanziamento risulta, sotto taluni

---

<sup>31</sup> LA LICATA D., *Op. cit.*, pag. 449.

<sup>32</sup> Collegamento ora reso più *intenso* a seguito dell'introduzione di ulteriori due articoli alla legge n. 130/99 ad opera della legge 14 maggio 2005, n. 80 che ha convertito con modificazioni in legge il d.l. 14 marzo 2005, n. 35 recante disposizioni urgenti nell'ambito del piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale (cd decreto sulla *competitività*). Infatti, con l'art. 2, comma 4-*ter*, sono stati aggiunti gli art. 7-*bis* e 7-*ter* c.c. relativi alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti fondiari, ipotecari e nei confronti delle pubbliche amministrazioni mediante emissione di obbligazioni garantite. In particolare all'art. 7-*ter*, primo comma, si legge che «*alla costituzione di patrimoni destinati aventi ad oggetto i crediti e i titoli di cui all'art. 7-bis, comma 1, e alla destinazione dei relativi proventi, effettuate ai sensi dell'art. 2447-bis del codice civile, per garantire i diritti dei portatori delle obbligazioni emesse da banche di cui all'art. 7-bis, si applicano le disposizioni di cui all'art. 7-bis, commi 5 e 6*».

aspetti, integrabile proprio mediante l'inserimento di una siffatta operazione all'interno di un finanziamento destinato *ex art. 2447-bis sub b) c.c.*<sup>33</sup>.

In tale caso andrebbe valutata la possibilità, concessa dall'*art. 2447-decies*, settimo comma, c.c.<sup>34</sup>, di prevedere che, all'interno delle ipotesi di cartolarizzazione previste dalle leggi vigenti, il finanziamento possa essere rappresentato da titoli (*rectius* strumenti finanziari) destinati alla circolazione.

Il legame tra le due operazioni è forte: la legge esige infatti che – laddove si voglia accompagnare il finanziamento con una emissione di strumenti finanziari da destinare alla circolazione – ciò debba avvenire unicamente con lo schema legale della cartolarizzazione.

Il richiamo alla legislazione vigente in tema di cartolarizzazione vale, inoltre, a far rientrare l'emissione di siffatti strumenti finanziari tra le forme di raccolta di risparmio del pubblico da parte di operatori non bancari in quanto l'*art. 5*, secondo comma, della legge n. 130/99 prevede esplicitamente che ai titoli emessi in operazioni di cartolarizzazione non si applica il divieto contenuto nell'articolo 11, secondo comma, t.u.b. e, parimenti, a non ritenere applicabili i limiti di emissione previsti dagli *artt. 2410 e ss. c.c.*

Per ben comprendere, però, quale sia l'oggetto della cartolarizzazione occorre chiarire il significato della espressione titoli rappresentativi del finanziamento. Tale espressione rinvenibile nell'*art. 2447-decies*, settimo comma, c.c., pur, come osservato, non essendo priva di imprecisione terminologica, può comunque intendersi riferita a quei titoli (strumenti finanziari) di debito che siano rappresentativi dei flussi derivanti dal rimborso dei crediti sorti a seguito del finanziamento e che con detti flussi saranno a loro volta rimborsati<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> In tal senso, se non ci si inganna, sembra anche militare la disciplina delle obbligazioni bancarie garantite di cui ai già citati *artt. 7-bis e 7-ter* legge n. 130/99 come aggiunti dalla legge n. 80/05.

<sup>34</sup> Per l'ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, cit., pag. 61, la norma non risulta di chiara ed immediata interpretazione. V. anche MARIANELLO M., *Dai creditori ai flussi di cassa: i cespiti cartolarizzabili nelle operazioni di finanza strutturata*, in *Riv. dir. priv.*, 4/2003, cit., pag. 22 dell'estratto.

<sup>35</sup> Non appare chiaro il riferimento alle «*quote del finanziamento*» di DI PAOLO F. e DE CAROLIS G., *I patrimoni ed i finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, in *Vita not.*, 2004, I, 57.

In prima approssimazione e salvo le precisazioni che seguiranno, si può ritenere che oggetto della cartolarizzazione è il credito derivante dal finanziamento destinato, sicché il finanziatore, al fine di raccogliere la provvista da erogare alla società affinché questa la destini allo specifico affare pattuito, potrà rivolgersi per reperire (si vedrà di seguito con quale finalità) in parte o in tutto i necessari mezzi finanziari, a sua volta, ad una società per la cartolarizzazione dei crediti la quale emetterà i suddetti strumenti finanziari destinati alla circolazione ed il cui ricavato servirà appunto a reperire i fondi necessari al finanziamento destinato.

Gli strumenti finanziari così emessi dalla società per la cartolarizzazione saranno rimborsati con i flussi di restituzione del finanziamento da parte della società finanziata. In tale modello, la destinazione sarà pertanto riferita al credito di restituzione del finanziamento che costituirà la garanzia di rimborso dei portatori dei titoli.

Se in astratto, non si rinvengono ostacoli a prefigurare l'operazione come sopra descritta sia secondo il modello di cartolarizzazione con cessione dei crediti (art. 1 legge n. 130/99) sia secondo il modello senza cessione (art. 7 legge n. 130/99), certamente diversa è l'operatività e la finalità secondo che si utilizzi il primo od il secondo dei modelli citati.

Infatti, laddove la cartolarizzazione avvenga mediante cessione del credito vantato dal finanziatore verso la società finanziata in vista della realizzazione dello specifico affare, si avrà una tipica operazione di liquidità nella quale la società per la cartolarizzazione – a fronte della cessione – acquisterà i crediti con il danaro ottenuto proprio mediante l'emissione di titoli sul mercato.

Nel caso in cui, invece, la cartolarizzazione si concepisca senza cessione, allora la società per la cartolarizzazione svolgerà un tipico ruolo di finanziatore (del finanziatore).

In tale secondo caso, la già accennata essenzialità della disciplina contenuta all'art. 7 della legge n. 130/99 potrebbe proprio trovare maggior completezza dall'applicabilità della disciplina di cui all'art. 2447-*decies* c.c. in ragione del necessario collegamento che nella pratica si dovrebbe instaurare tra il

contratto di finanziamento tra finanziatore e società che intende destinare detto finanziamento allo specifico affare ed il (diverso) contratto di finanziamento tra il finanziatore (in questa sede, in realtà, finanziato) e la società per la cartolarizzazione dei crediti sicché il contenuto del primo contratto (così come indicato all'art. 2447-*decies*, secondo comma, c.c.) potrebbe costituire paradigma anche per il contenuto del secondo con evidenti ripercussioni anche sotto il profilo della valutazione del merito di credito nel caso in cui i titoli siano offerti ad investitori non professionali (art. 2, comma quarto, legge n. 130/99). Infatti, così congeniate, dette operazioni necessiterebbero anche dell'intervento di una società di *rating* al fine di certificare il grado di affidabilità dell'operazione e, soprattutto, la possibilità di produzione di flussi di cassa sufficienti ad assicurare il soddisfacimento dei titoli emessi per finanziare l'operazione<sup>36</sup>.

Pertanto, nel contratto di finanziamento destinato ex art. 2447-*decies* c.c., nella descrizione del piano finanziario dell'operazione si dovrà indicare la parte coperta dal finanziamento da cartolarizzare (art. 2447-*decies*, secondo comma, *sub b*), e sarà possibile (e opportuno) prevedere non solo le regole di contabilizzazione e rendicontazione che consentano di destinare i proventi direttamente in capo alla società veicolo (art. 2447-*decies*, secondo comma, *sub g*) c.c.) ma anche che i controlli da effettuare sull'esecuzione dell'operazione possano essere effettuati dalla medesima società di cartolarizzazione quale delegato del finanziatore (art. 2447-*decies*, secondo comma, *sub e*) c.c.)<sup>37</sup>.

Inoltre, mentre, nell'ipotesi in cui l'operazione di cartolarizzazione collegata al finanziamento destinato sia effettuata con cessione del credito del

---

<sup>36</sup> GIANNELLI G., *Sub artt. 2447-bis – 2447-*decies**, pag. 1284. V. anche SANTOSUOSSO D., *I patrimoni destinati: tipologie e disciplina*, in *Dir. prat. soc.*, 2003, n. 10, 26.

<sup>37</sup> Si osserva, però, che, ai sensi dell'art. 2447-*decies*, secondo comma, *sub h*) c.c., il rimborso del finanziamento destinato in favore del finanziatore deve avvenire nel termine indicato nel contratto, in quanto successivamente «*nulla più è dovuto*» a quest'ultimo. Poiché da tale rimborso, deriva, necessariamente anche il rimborso del prestito ai portatori degli strumenti finanziari, il limite temporale suddetto dovrà essere adeguatamente *riportato* nel contratto di cartolarizzazione e costituirà limite temporale anche per il rimborso dei titoli emessi.

finanziatore, i portatori dei titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione sarebbero esposti al rischio di inadempimento/insolvenza unicamente della società di cartolarizzazione in forza della separazione prevista in generale dalla disciplina di tali operazioni (v. art. 3 legge n. 130/99).

Invece, nella diversa ipotesi prospettata, che la cartolarizzazione avvenga senza cessione dei crediti, l'impossibilità di realizzare una efficace separazione patrimoniale di quest'ultimi sia rispetto al patrimonio del soggetto finanziatore/finanziato sia rispetto a quello della società per la cartolarizzazione dei crediti (se non attraverso la destinazione di cui al contratto di finanziamento ex art. 1, primo comma, *sub b*) della legge n. 130/99), comporta che i portatori dei suddetti titoli si troverebbero esposti all'inadempimento/insolvenza non solo della società di cartolarizzazione ma anche del finanziatore con riferimento pure ad inadempimenti non ricollegati al finanziamento destinato.

In tale modello, quindi, il rischio che grava sui portatori degli strumenti finanziari destinati alla circolazione non è limitato unicamente al *default* della società veicolo ma anche a quello del soggetto finanziatore/finanziato il cui patrimonio, in ragione dell'inapplicabilità della regola di cui all'art. 3, secondo comma, legge n. 130/99, non separa il credito oggetto di cartolarizzazione in assenza di cessione limitando così la funzione tipica di siffatte operazioni.

In tal senso, andrà adeguatamente valorizzata la previsione negoziale del contratto di finanziamento destinato che indirizzi i proventi dello specifico affare direttamente in capo alla società di cartolarizzazione con l'adozione di adeguati sistemi di rendicontazione.

##### **5. Le ipotesi escluse.**

Peraltro, le possibili ipotesi di intersezione operativa tra il finanziamento destinato e la cartolarizzazione non si esauriscono in quanto ora accennato.

Infatti, in linea teorica potrebbe ipotizzarsi anche la cartolarizzazione dei proventi derivanti dall'esecuzione dello specifico affare.

Come è noto, nella disciplina dettata dall'art. 2447-*decies* c.c. si prevede che detti proventi costituiscano patrimonio separato da quello della società.

Senonché, come esaminato, la legge sulla cartolarizzazione si applica unicamente ai crediti pecuniari esistenti o futuri sì da escludere che possa – allo stato – ritenersi applicabile il modello legale anche ai proventi<sup>38</sup>.

Né si può ritenere che, alla luce del legge n. 130/99, il *provento* possa essere ricompreso nella nozione di credito futuro. Infatti, il provento si differenzia dal *credito futuro* in quanto costituisce in realtà corrispettivo di beni o servizi forniti in virtù di contratti sinallagmatici nei quali lo sfasamento temporale tra le controprestazioni non acquista un autonomo rilievo giuridico come accade nel *credito futuro*<sup>39</sup> dove l'elemento *tempo* giuoca un ruolo fondamentale connotando una tipica operazione di finanziamento.

Peraltro, vi è riprova di questo nel riferimento letterale al «*finanziamento*» contenuto all'art. 2447-*decies*, settimo comma, c.c. il quale sembra sciogliere ogni dubbio in ordine alla esclusione della possibilità di cartolarizzare i proventi derivanti dall'esecuzione dello specifico affare.

Del pari, il riferimento alla cartolarizzazione contenuto all'art. 2447-*decies*, settimo comma, c.c. non può avere ad oggetto i crediti derivanti alla società quale conseguenza dello specifico affare per la semplice considerazione che – in tal caso – il corrispettivo della cessione si configurerebbe pur sempre quale provento dello specifico affare<sup>40</sup> con la conseguenza che si è appena illustrata.

---

<sup>38</sup> FERRO LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, cit., 137.

<sup>39</sup> FERRO LUZZI P., *La «cartolarizzazione»*, cit., pag. 407. In senso contrario, sembrerebbe, SIGNORELLI F., *Brevi note in tema di patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in LANZI A. e FRANCESCHELLI V., *La riforma del diritto societario. Profili civili e penali*, Milano, 2004, pag. 221.

<sup>40</sup> BOZZA, *Op. cit.*, pag. 164, nt. 2.