

# LA COSTITUZIONE DI PATRIMONI SEPARATI IN CAPO ALLE SOCIETÀ PER LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI

*di Fabrizio Spagnoli  
avvocato in Roma*

## PARTE I

### 1. INTRODUZIONE

La Legge 30 aprile 1999 nr. 130 (G.U. nr. 111 del 14/5/1999) – d’ora in avanti più semplicemente “Legge” – ha definito e tipizzato, in soli sette articoli e per la prima volta nel nostro ordinamento, le operazioni di cartolarizzazione dei crediti dettandone i principi cardine ed i fondamentali aspetti sostanziali e di sistema la cui regolamentazione era da tempo auspicata dagli operatori finanziari del settore.

Il primo comma dell’art. 1 della Legge definisce le operazioni di cartolarizzazione come quelle:

*“...(omissis) realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono i seguenti requisiti:*

*il cessionario sia una società prevista dall’art. 3 (Società per la cartolarizzazione dei crediti).*

*Le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate in via 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.”*

Negli articoli successivi la Legge: 1) chiarisce la natura dei titoli emessi nell’ambito dell’operazione, definendoli quali strumenti finanziari soggetti alle disposizioni del D. Lgs. 58/98; 2) indica il contenuto minimo del prospetto informativo relativo alla loro offerta; 3) fonda lo statuto del soggetto cessionario definendolo quale intermediario finanziario e sottoponendolo, pertanto, alla disciplina portata dagli artt. 106 e ss. del D. Lgs. 385/93 (d’ora in avanti

T.U.B.), sebbene con alcune significative varianti<sup>1</sup>; 4) chiarisce come i crediti relativi a ciascuna operazione – esistenti nel patrimonio del cessionario – vadano a costituire un patrimonio separato a tutti gli effetti dal “restante” patrimonio della società e da quello relativo ad altre, eventuali, operazioni, ponendo altresì una deroga espressa all’operatività del generale principio portato dall’art. 2740 c.c.; 5) pone delle regole di particolare favore e semplifica sia le modalità di cessione dei crediti che quelle di opponibilità ai terzi del loro trasferimento; e, infine, 5) deroga all’operatività della disciplina delle revocatorie fallimentari sui negozi di cessione dei crediti oggetto dell’operazione.

La Legge, pertanto, ha voluto approntare una disciplina speciale diretta a superare i principali ostacoli normativi – tradizionalmente presenti nel nostro ordinamento – colpevoli di aver impedito la piena ed integrale realizzazione di tali operazioni finanziarie all’interno dei confini nazionali e/o per il tramite di soggetti di diritto italiano<sup>2</sup>. Al di là, poi, della sua effettiva adeguatezza o meno a tale dichiarata finalità è indubbio come la stessa presenti un molteplicità di spunti di riflessione raramente concentrati in un numero così esiguo di articoli.

Meglio nota con il termine di “*securitization*.”, di origine anglosassone, tale operazione si prefigge come scopo quello di convertire poste attive di bilancio, non liquide (crediti), in poste attive di bilancio liquide (denaro) mediante il loro “smobilizzo” per cessione ad un soggetto terzo, finanziato con l’emissione di strumenti finanziari di particolare natura e consistenza negoziabili presso i risparmiatori o gli investitori istituzionali.

---

<sup>1</sup> In particolare, alla “società veicolo” non si applicano le disposizioni contenute nell’art. 106, 3° comma, *lett. b*) T.U.B. relative all’oggetto sociale degli intermediari finanziari – in quanto l’art. 3 della Legge già lo limita all’esclusiva realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti – né quelle contenute nell’art. 106, 3° comma, *lett. c*) T.U.B. relative ai requisiti minimi di capitalizzazione dei soggetti intermediari. Quest’ultima deroga è quella che meglio caratterizza la natura e la funzione del soggetto cessionario all’interno dell’operazione. La società per la cartolarizzazione dei crediti, infatti, sulla scorta delle esperienze straniere e della prassi operativa, deve semplicemente fungere da mero “contenitore conservativo patrimoniale” e quindi deve essere il più possibile priva di mezzi “propri” che le consentano di agire in pregiudizio del patrimonio di cui questa è sì titolare, ma nell’esclusivo interesse altrui. Ha la caratteristica di essere, quindi, un soggetto a bassa capitalizzazione che lo rende, di conseguenza, anche un soggetto a basso rischio di fallimento (c.d. *bankruptcy remote company*). Per questa sua funzione peculiare, viene anche definito “veicolo speciale” o *Special Purpose Vehicle (SPV)*.

<sup>2</sup> Atti Parlamentari, *Relazione al ddl n° 5058*, presentato alla Camera dei Deputati il 7 luglio 1998. Secondo M. LA TORRE, *La cartolarizzazione dei credit: pregi e limiti della normativa italiana*, in *Bancaria*, 2/2002, l’approvazione del testo legislativo risponde anche all’esigenza di consentire agli operatori nazionali di ricorrere all’operazione in modo agevole – rendendo più accettabile l’equilibrio tra benefici e costi – ed evitare una migrazione di risorse finanziarie verso mercati esteri.

Una tecnica di finanziamento dell'impresa, quindi, che trova la sua leva negli *assets* costituiti dai crediti, ma anche un'ulteriore tecnica di *window cleaning* dei bilanci alternativa alla mera cessione pro-soluto delle poste maggiormente sofferenti.

Rispetto al semplice negozio di cessione del credito, infatti, la *securitization* è la risultante di almeno due negozi, tra loro collegati, di cessione del credito da una parte ed emissione e collocamento di strumenti finanziari dall'altra. La cessione non può svincolarsi dal collocamento dei titoli poiché l'essenza dell'operazione consiste proprio nel reperire la liquidità necessaria a pagare il corrispettivo della cessione esclusivamente con i flussi di cassa provenienti dall'acquisto degli stessi.<sup>3</sup>

I portatori delle *notes*, alle singole scadenze, verranno poi remunerati del loro investimento grazie ai flussi di pagamento di pari passo rivenienti dagli adempimenti dei debitori ceduti.

Ma, ancora, di cartolarizzazione non si potrebbe di certo parlare se, in ultima istanza, il rischio di insolvenza dei debitori ceduti non gravasse, in tutto o in parte, sui portatori dei titoli, ovvero sui risparmiatori. Ecco che quindi, per grandi linee, il volto della cartolarizzazione assume la sua reale sembianza.

Nella cessione del credito il rischio di insolvenza del debitore continua a gravare pur sempre su una parte contrattuale, mentre nella cartolarizzazione lo stesso viene "polverizzato" tra una massa di soggetti terzi che lo assumono, appunto, come contropartita di un rendimento finanziario. Il soggetto cedente, così, avrà la possibilità non solo di incamerare in via definitiva il corrispettivo della cessione, ma anche di eliminare qualsiasi inconveniente connesso alla titolarità del rischio di credito.<sup>4</sup>

Per semplificare al massimo, quindi, i portatori dei titoli verranno pagati alle scadenze previste, in tutto o in parte, solo se vi sarà stato un sufficiente flusso di cassa rinveniente dai pagamenti dei debitori ceduti, e comunque nei limiti di quest'ultimo.

<sup>3</sup> E. ANDREOLI, *Lo smobilizzo di un portafoglio di crediti presenti e futuri quale mezzo di autofinanziamento delle imprese italiane sul mercato dei capitali (prime note in merito all'operazione di securitisation)*, in *Quadrimestre*, n° 1/1993, pp. 50 – 53, mette in risalto l'essenza della cartolarizzazione quale risultante della stipula di contratti fra loro collegati. Tali contratti sono: la cessione del credito, il collocamento degli strumenti finanziari necessari a raccogliere i fondi da utilizzare per corrispondere il corrispettivo della cessione, e quegli ulteriori negozi di garanzia volti a ridurre il rischio di insolvenza in capo ai portatori dei titoli.

<sup>4</sup> Per i riflessi dell'operazione sulla gestione bancaria, ed in particolare per le opportunità che questa offre nell'ambito della gestione dei *ratios* patrimoniali imposti dalle autorità di vigilanza, si segnala M. LA TORRE, *Securitization e banche, la titolarizzazione degli attivi bancari*, il Mulino, Bologna, 1995.

Gli strumenti finanziari connessi ad una cartolarizzazione sono definiti, infatti, con la formula di “*limited recourse*”, che sta ad indicare l’esigibilità limitata dei crediti incorporati nei titoli e che giuridicamente si sostanzia in un’accettazione, da parte dei loro acquirenti, degli effetti di un contratto aleatorio. L’alea consiste nell’incertezza circa l’esistenza, o meno, alle singole scadenze previste dal piano di investimento, di una quantità di denaro proveniente dagli adempimenti dei debitori ceduti e sufficiente a remunerare il capitale e gli interessi.

Nella prassi operativa, poi, gli architetti delle operazioni, per soddisfare le esigenze di classi sempre più eterogenee di investitori e rendere tali prodotti finanziari collocabili presso un pubblico più vasto, hanno creato numerosi meccanismi di garanzia collaterali con lo scopo di assicurare, ad ogni scadenza, una quota minima di rimborso.

Questi aspetti tuttavia non alterano l’essenza dell’operazione, che, tirando le fila del discorso sin qui svolto, è data da due caratteristiche fondamentali: da una parte i portatori dei titoli emessi vanno ripagati solo ed esclusivamente con i mezzi finanziari derivanti dagli adempimenti dei debitori ceduti, e solamente nei limiti di questi (ricorso limitato dei titoli); dall’altra, atteso che l’unica garanzia per i portatori dei titoli riposa sui crediti oggetto della cessione e nelle somme da essi rinvenenti, questi ultimi devono essere perfettamente individuati ed isolati rispetto al restante patrimonio della società cessionaria e rispetto agli altri, eventuali, portafogli, che questa dovesse detenere in ordine ad altre operazioni,<sup>5</sup> ma, soprattutto, vanno sottratti alle possibili azioni esecutive da parte di terzi creditori che vantino ragioni non connesse ai titoli i cui i crediti sono collegati.<sup>6</sup>

## 2. LA SEPARAZIONE PATRIMONIALE IN GENERALE

Il nostro ordinamento conosce molti esempi di costituzione di patrimoni separati in capo ad uno stesso soggetto giuridico, e sono tutte fattispecie che hanno quale comune denominatore quello di considerare, determinati beni e/o determinate situazioni giuridiche, come non appartenenti, *tout court*

---

<sup>5</sup> Si rammenta, infatti, che ogni società per la cartolarizzazione dei crediti può realizzare una o più operazioni.

<sup>6</sup> C. RUCCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, pp. 412 – 413; G. RUMI, *Securitisation – La Cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell’istituto*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001, p. 84

ed ai fini dell'applicazione dell'art. 2740 c.c., al soggetto che ne risulta essere il titolare, ovviando in tal modo all'assenza, in Italia, di istituti assimilabili a quello del *trust*.<sup>7</sup>

Proprio la norma da ultimo citata, considerata quale principio fondamentale sul quale è costruito nel nostro ordinamento il sistema della responsabilità debitoria, è stata il baluardo a cui parte della dottrina ha sempre fatto riferimento per affermare l'incompatibilità dell'istituto anglosassone con i principi vigenti in materia di responsabilità patrimoniale.

Il termine separazione patrimoniale richiama i concetti logici generali di sottrazione e di esclusione di un qualcosa da un insieme, ed infatti il suo risultato è proprio quello di sottrarre determinate situazioni giuridiche soggettive dalle conseguenze del far parte di un determinato patrimonio, la cui funzione di garanzia generica è regolata dall'art.2740 c.c.

Con la separazione, infatti, si isola un'area del patrimonio appartenente ad un soggetto, ed i diritti in essa compresi risultano così segregati rispetto agli altri di cui è titolare il soggetto medesimo.<sup>8</sup>

Per individuare gli istituti, presenti anche nel codice civile, che costituiscono esempi della situazione appena descritta, è necessario preventivamente identificare i criteri distintivi in virtù dei quali si possa giudicare dell'esistenza o meno di un patrimonio separato.

Il criterio fondamentale va ricercato nel "distacco" di certe entità giuridiche dal patrimonio generico di un soggetto, che deve essere tale da imprimere a queste ultime una sorte giuridica indipendente.<sup>9</sup> Per distacco non deve tanto intendersi una particolare destinazione impressa ad una massa di beni,<sup>10</sup>

<sup>7</sup> LUPOI, *Trusts*, Giuffrè, Milano, 1997, pp.530 – 531.

<sup>8</sup> M. LUPOI, *op. ult. cit.*, pp. 255 – 256: E' il fenomeno per il quale alcune posizioni soggettive, esistenti in capo ad un soggetto, sono sottoposte a regole speciali per quanto riguarda le vicende obbligatorie generali (art.2470 c.c.) in virtù delle quali si individuano gli unici soggetti creditori che possono soddisfarsi su di esse. Tali regole non fanno venire meno la titolarità di tali situazioni soggettive in capo al soggetto originario per imputarla ad un nuovo soggetto, quindi permangono nel suo patrimonio sebbene in maniera distinta da quello generale ai fini dell'imputazione della responsabilità.

<sup>9</sup> Cfr. L.B. GERI, *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. dir.*, vol.XXXII, Milano, 1982, pp. 284 – 285.

<sup>10</sup> Anche se questa ha la sua importanza dato che è presente in ogni situazione di separazione patrimoniale, cfr. L.B. GERI, *op. loc. ult. cit.*, e in V. DURANTE, *op. loc. ult. cit.*; coerentemente all'impostazione data, L.B. GERI esclude l'azienda dall'ambito del fenomeno considerato. Infatti la particolare destinazione all'attività produttiva di questo complesso di beni, suffragata anche da una serie di norme speciali relative al trasferimento, alla locazione e all'usufrutto, non implica automaticamente che essa sia separata dal patrimonio di provenienza, come centro autonomo di imputazione delle norme relative alla responsabilità debitoria, non esistendo una norma specifica in tal senso che deroghi all'art.2740 c.c..

ma l'essenza di esso va colta nell'ambito del regime di responsabilità debitoria cui i beni stessi sono sottoposti. Siamo di fronte ad un patrimonio separato quando determinate situazioni giuridiche, sottratte alle regole generali in materia di responsabilità patrimoniale, fungono da garanzia e da oggetto delle pretese creditorie solo di un gruppo qualificato, di una classe, di soggetti creditori, risultando contemporaneamente escluse dall'aggressione da parte di altri.

L'art. 2740 c.c. enuncia la regola generale in materia di responsabilità patrimoniale secondo la quale il debitore risponde dell'adempimento delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri. L'art. 2741 c.c., invece, stabilisce il principio della c.d. *par condicio creditorum* affermando che tutti i creditori hanno un uguale diritto di soddisfarsi sui beni del debitore.

Entrambe le norme prevedono la possibilità di deroghe: la prima sotto il profilo dell'universalità della responsabilità del debitore, potendo alcuni beni essere sottratti alla garanzia generica in presenza di apposite norme di legge che lo consentano; la seconda sotto il profilo della *par condicio creditorum*, prevedendo la possibilità di istituire su alcuni beni del debitore dei diritti di prelazione in favore di alcuni creditori soltanto. La deroga prevista dall'art. 2741, 2° comma, c.c. invece ha natura esclusivamente processuale.<sup>11</sup> Se da un lato sottintende la possibilità che il creditore chirografario possa restare insoddisfatto a seguito dell'esecuzione perpetrata ad opera dei creditori privilegiati sui beni del debitore, dall'altro non limita la facoltà in capo al primo di procedere autonomamente ad esecuzione forzata sui diritti oggetto di privilegio.<sup>12</sup>

Non c'è nessuna situazione di "esclusività" a favore dei titolari di diritti di prelazione sui beni del debitore, ma solo una regola di precedenza nella distribuzione delle somme rinvenienti dal procedimento di esecuzione forzata e quindi una deroga al principio della *par condicio creditorum* stabilito all'art.2741 c.c.

Ben diversa, invece, è la situazione contemplata dal secondo comma dell'art. 2740 c.c., dove ci si trova di fronte a vere e proprie limitazioni di

---

<sup>11</sup> In tal senso L.B. GERI, *op. cit.*, p.285.

<sup>12</sup> Secondo l'art.498 c.p.c. il creditore pignorante deve avvertire dell'espropriazione in corso i creditori le cui cause di prelazione sul bene oggetto del procedimento risultino da pubblici registri, finché non si compia questo adempimento il giudice non può procedere all'assegnazione o alla vendita. In questo caso il creditore a cui è stato notificato l'avviso ha l'onere di intervenire, anche tardivamente (art.528,2° comma c.p.c.), per poter partecipare alla distribuzione delle somme in ragione dei loro diritti di prelazione. Come del resto ha valore processuale lo stesso principio della *par condicio creditorum*, la quale in sede esecutiva individuale si realizza solo nei confronti dei creditori che abbiano partecipato al processo esecutivo, intervenendovi tempestivamente, cfr. in P. SCHLESINGER, *l'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. dir. proc.*, 1995, p. 325.

responsabilità in capo al soggetto debitore che hanno quale effetto quello di elidere, alla base, il diritto di alcuni creditori – che potremmo definire come “non qualificati” – di aggredire determinati beni del debitore.

Gli esempi nel codice sono molteplici,<sup>13</sup> basti ricordare i fondi speciali di previdenza e di assistenza (art.2117 c.c.)<sup>14</sup> e l’istituto del fondo patrimoniale (art. 167e ss. c.c.), i cui beni che lo compongono possono essere assoggettati ad esecuzione forzata solo per debiti contratti dai coniugi per scopi non estranei ai bisogni della famiglia. Appurata la necessità di una limitazione legale all’art. 2740 c.c. resta da analizzare un altro punto controverso. La limitazione della responsabilità può operare “a senso unico”, permettendo ai creditori legittimati ad agire sul patrimonio separato di estendere la loro azione anche a quello generico; che “a doppio senso”, consentendo ai creditori “qualificati” di soddisfarsi esclusivamente sulla porzione di patrimonio dedicato alla garanzia del loro credito escludendo la possibilità, per questi ultimi, di aggredire la restante parte.

Un’autorevole dottrina, nel qualificare la situazione di separazione patrimoniale,<sup>15</sup> sembra propendere per questa seconda soluzione più rigorosa perché solo in tal caso si avrebbe una vera deroga al principio stabilito dall’art.2740, 1° comma c.c., data la possibilità di circoscrivere la responsabilità verso alcuni creditori solo ai beni ad essi “riservati”. La prima ipotesi, invece, creerebbe una situazione intermedia, cioè una deroga alla *par condicio creditorum* di natura sostanziale e non solo processuale, ma che in ultima istanza produrrebbe effetti simili ad un privilegio.

Si può fin da ora osservare come la Legge in commento ponga in essere una separazione patrimoniale “a senso unico”, dato che manca, in essa, una norma che limiti espressamente l’azione esecutiva degli investitori al patrimonio separato costituito dai crediti ceduti e dalle somme ricavate.<sup>16</sup> La residua possibilità che conservano i portatori dei titoli di aggredire il patrimonio sociale generico

<sup>13</sup> L. BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale Art. 2740 – 2744*, in *Codice civile commentato* P. Schlesinger (diretto da), Giuffrè Milano, 1991; alle p. 64 e ss. individua quattro gruppi di limitazioni effettive alla responsabilità patrimoniale (impignorabilità assoluta, relativa, garanzia assicurata da alcuni beni per una quota parte del loro valore e garanzia assicurata da alcuni beni in favore di alcuni crediti).

<sup>14</sup> Il D. Lgs. 124/93, all’art.4, 2 comma, è abbastanza esplicito nello stabilire, a tale proposito, che i fondi pensione possono essere costituiti nell’ambito del patrimonio sociale attraverso una apposita delibera assembleare che porta alla formazione di un patrimonio di *destinazione, separato ed autonomo*, nell’ambito del patrimonio della stessa società, con gli effetti di cui all’art.2117 c.c.

<sup>15</sup> L.B.GERI, *op. cit.*, pp. 287 – 288.

<sup>16</sup> Propendono per questa interpretazione “letterale” (*ubi lex non dixit non voluit*) dell’art. 3, 2° comma e 4, 2° comma L.130/99, molti fra i commentatori della nuova legge: P. BONTEMPI, G. SCAGLIARINI, *op. cit.*, p. 74, F. MAIMERI, *op. cit.*, p. 235 ss., G. GUERRIERI, *op. cit.*, p. 997 ss., D. GALLETTI, *op. cit.*, p.1054 ss.

della società per la cartolarizzazione dei crediti, possibilità certamente più teorica che pratica, è in realtà un anello debole della normativa in commento, se non altro perché esporrebbe a rischio di fallimento il soggetto cessionario.<sup>17</sup>

### 3. LA SEPARAZIONE PATRIMONIALE IN MATERIA FINANZIARIA

La disposizione contenuta nell'art. 3 della Legge ha degli importanti precedenti nel settore dell'intermediazione finanziaria, e tale collegamento è stato valorizzato dalla maggior parte della dottrina che si è occupata del suo commento.<sup>18</sup>

Il regime gestionale di separazione patrimoniale è stato introdotto ogni qualvolta i soggetti coinvolti in operazioni di investimento o di gestione patrimoniale si trovavano ad acquisire la disponibilità materiale, e a volte anche la titolarità, di strumenti finanziari o di somme di denaro per conto e nell'interesse di soggetti terzi.

I precedenti storici sono dati innanzi tutto dalla L. 77/83 sui fondi comuni di investimento,<sup>19</sup> e dalla L. 1/91 sulla disciplina delle SIM.<sup>20</sup> Entrambe le disposizioni, attualmente abrogate, sono state modificate dal D. Lgs. 415/96 e poi rifluite rispettivamente negli artt. 36, 6° comma, e 22 del T.U. in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in avanti T.U.F.), che riproduce sostanzialmente il testo dell'art. 19 del decreto Eurosim ampliandone l'ambito soggettivo di applicazione.<sup>21</sup> La disciplina della separazione patrimo-

---

<sup>17</sup> Si veda C. RUCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della l. 30 aprile 1999, n°130*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 393 ss., secondo il quale permettere, ai portatori dei titoli, di agire sul patrimonio "generale" della società potrebbe pregiudicare la stabilità dell'intera operazione. Infatti l'esiguità del capitale sociale esporrebbe la società per la cartolarizzazione ad azioni che potrebbero comportarne un'insolvenza, con gli effetti sicuramente negativi che conseguirebbero alla sua sottoposizione a procedura concorsuale. Per tali motivi l'autore ritiene che non sia consentito ai portatori dei titoli di agire *in executivis* sul patrimonio generico della società veicolo.

<sup>18</sup> Si veda F. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *Commentario alla legge 30 aprile 1999 n° 130*, R. Pardolesi (a cura di), Giuffrè, Milano, 1999; P. BONTEMPI, G. SCAGLIARINI, *La securitization*, Giuffrè, Milano, 1999, p. 145.

<sup>19</sup> All'art.3, 2° comma si stabilisce che il patrimonio del fondo gestito dalla società è distinto a tutti gli effetti da quello della società di gestione, da quello dei partecipanti e da quello degli altri fondi eventualmente gestiti dalla medesima società.

<sup>20</sup> Art.8: nell'attività di gestione dei patrimoni il patrimonio conferito in gestione dai clienti costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello della società e da quello degli altri clienti.

<sup>21</sup> Oltre che alle banche e alle Sim (ora imprese di investimento), si applica anche alle società di gestione del risparmio e alle società finanziarie ex art.107 T.U.B. autorizzate alla prestazione di servizi di investimento.

niale stabilita dal T.U.F. nell'ambito dei servizi di investimento risulta dalla connessione di alcune norme, che sono:<sup>22</sup> l'art. 22, da considerarsi norma fondamentale poiché delimita l'oggetto del patrimonio separato stabilendo una deroga espressa all'art. 2740 c.c.;<sup>23</sup> l'art. 57, 4° comma, che mira ad assicurare il rispetto della costituzione dei patrimoni separati in capo alle SIM, SGR e SICAV nell'ambito delle procedure liquidative a cui queste vanno soggette;<sup>24</sup> e l'art.6, 1° comma, lett. b), in forza del quale la Banca d'Italia ha il potere di disciplinare con proprio regolamento l'organizzazione contabile di tali soggetti e le modalità di deposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela.

In materia di fondi comuni di investimento la situazione esistente in capo alla società di gestione è abbastanza controversa.

La dottrina dominante è favorevole ad un inquadramento del fenomeno in termini di separazione patrimoniale, ma si è anche affacciata l'ipotesi di un patrimonio senza titolare, gestito dalla società ma non imputabile ad essa.<sup>25</sup>

Per quanto riguarda le società di investimento, invece, il rapporto che le lega al cliente è riconducibile allo schema del mandato.

Benché, forse, la tutela del cliente trovava un più incisivo riconoscimento nell'art. 8, 1° comma L.1/91,<sup>26</sup> il fatto che, secondo l'art. 21 del T.U.F., tali soggetti ora possono anche agire a proprio nome, non dovrebbe spostare in maniera significativa la problematica dell'imputazione delle situazioni patrimoniali gestite. Il mandatario non diviene proprietario dei beni affidatigli per lo svolgimento dell'incarico, anche in mancanza della procura. In effetti la disciplina codicistica conferma tale inquadramento con le disposizioni degli

<sup>22</sup> Cfr. G.GUGLIOTTA, *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria – commentario al D.Lgs. 24.2.1998 n°58, sub Art. 22*, C.R. Bedogni (a cura di), Giuffrè, Milano, 1998.

<sup>23</sup> Statuendo che gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei clienti, a qualunque titolo detenuti dall'impresa di investimento (quindi anche a titolo di proprietà), costituiscono patrimonio distinto da quello della società e da quello degli altri clienti (c.d. doppio livello di separazione). Non sono altresì ammesse azioni, su tale patrimonio, da parte dei creditori personali dell'intermediario, sono invece ammesse azioni da parte dei creditori del cliente a dimostrazione del fatto che la separazione opera nel patrimonio dell'intermediario e non in quello del cliente.

<sup>24</sup> I clienti aventi diritto alla restituzione sono iscritti in apposita sezione speciale dello stato passivo e i commissari liquidatori procedono alle restituzioni secondo l'art.91, 1° comma T.U.B.

<sup>25</sup> si veda F. ASCARELLI, *I fondi comuni di investimento*, in *Trattato di diritto privato*, P. Rescigno (diretto da), vol.XVI, tomo II, Torino, 1985, p. 753 e ss.

<sup>26</sup> Cfr. F. D'ALESSANDRO, *Dissesto di intermediario mobiliare e tutela dei clienti*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, p.471; Le Sim potevano agire esclusivamente in nome e per conto dei clienti nell'attività di gestione dei patrimoni. In tal modo gli atti giuridici che le Sim compivano in nome dei clienti producevano effetti direttamente in capo ad essi (art.1388 c.c.) senza transitare, seppur temporaneamente, nel patrimonio dell'intermediario.

artt. 1705, 2° comma, 1706, 1707 c.c.<sup>27</sup> L'inquadramento del rapporto fiduciario che si instaura tra un cliente ed un soggetto abilitato ad agire in nome proprio, ma per suo conto, è stato al centro di numerosi dibattiti<sup>28</sup> le cui soluzioni hanno oscillato tra quella del negozio fiduciario, nel quale si producono sia effetti reali che obbligatori,<sup>29</sup> e quella del mandato di gestione.

Nel caso si ricorra ad un mandato, se questo è con rappresentanza, gli effetti si producono direttamente in capo al mandante, se invece è senza rappresentanza gli effetti si producono in capo al mandatario, ma il mandante ha la possibilità di rivendicare le cose acquistate per suo conto (art. 1706 c.c.).

Benché il mandante non sia il proprietario in senso formale, lo è pertanto in via sostanziale ed effettiva.

Una analoga soluzione è prospettata dalla giurisprudenza in ordine al rapporto che si instaura con l'intestazione fiduciaria. La Corte di Cassazione<sup>30</sup> ha stabilito che la proprietà di un bene in capo alla fiduciaria, benché non abbia carattere fittizio – simulato in quanto effettivamente voluta da entrambe le parti, ha tuttavia una mera rilevanza formale. Il patto fiduciario non si esaurisce nel mero patto obbligatorio in forza del quale il fiduciario è tenuto a ritrasferire la proprietà del bene al fiduciante, dato che la semplice scelta di utilizzare un'intestazione fiduciaria in luogo di un mandato non ha rilevanza sul piano giuridico. Ne deriva che il fiduciante conserva la proprietà effettiva del bene e la possibilità di disporre senza la necessità di un ritrasferimento formale.<sup>31</sup>

Alla luce di quanto detto, la reale portata delle disposizioni sulla separazione patrimoniale in capo ai soggetti regolati dal T.U.F. è quella di assicurare un'individuazione degli strumenti finanziari di proprietà dei clienti per agevolarne la restituzione in caso di crisi, e non quella di isolare una parte del patrimonio dell'intermediario per sottrarlo al regime generale della responsabilità debitoria.

I clienti non sono dei veri e propri creditori, in quanto attendono la restituzione di un qualcosa che già appartiene loro. La separazione a cui allude

---

<sup>27</sup> F. D'ALESSANDRO, *op. cit.*, pp. 472 – 473.

<sup>28</sup> Si veda R. TISCINI, *Il principio di separazione dei patrimoni nell'insolvenza delle società di intermediazione mobiliare*, in *Dir. fall.*, 1997, I, p. 1115 e ss.

<sup>29</sup> Pur risultando intestatario del bene (effetto reale traslativo), il fiduciario è obbligato a farne un uso determinato e a ritrasferirlo al fiduciante secondo i termini del contratto.

<sup>30</sup> C. Cass., S.U., Sentenza 10 dicembre 1994, n°6478, in *Foro it.*, 1995, I, col. 2325.

<sup>31</sup> Tale visione risulta confermata in C. Cass, I sez. civ., Sentenza 14 ottobre 1997, n°10031, in *Foro it.*, 1998, I, col. 851 e ss.; nella quale il rapporto fiduciario viene ricondotto allo schema del mandato per rendere applicabile, tra gli altri, anche l'art. 1707 c.c. e sottrarre all'esecuzione i beni intestati fiduciariamente dai clienti consentendone la restituzione.

l'art. 22 del T.U.F. non è forse un patrimonio separato in senso tecnico, ma una distinzione soltanto contabile – formale tra le sostanze dei clienti e quelle afferenti il patrimonio dell'intermediario.<sup>32</sup>

Nel caso delle società per la cartolarizzazione, invece, la separazione patrimoniale esiste nel senso sostanziale del termine, dato che i soggetti a vantaggio dei quali è stabilita sono dei veri e propri creditori, essendo in tal senso qualificati i portatori dei titoli dall'art. 3, 2 comma ultimo periodo della Legge in commento.

Con la norma in questione quello che si vuole tutelare non è la proprietà di un bene dell'investitore esistente in capo alla società veicolo, ma una vera e propria posizione creditoria di quest'ultimo, che in difetto di una norma specifica avrebbe visto confuse le sue pretese con quelle degli altri creditori sociali.

Bisogna in tal senso escludere un'analogia tra l'art. 3, 2° comma della Legge e l'art. 22 T.U.F.,<sup>33</sup> salvo voler diversamente considerare gli investitori quali proprietari di quote ideali sul fondo costituito dai crediti ceduti e dai flussi di cassa provenienti dai debitori ceduti.

Ferma restando la conclusione raggiunta sulla diversa *ratio* degli artt. 22 T.U.F. e 3, 2° comma della Legge, bisogna notare come anche nell'art. 22 T.U.F., infine, prevalga l'aspetto della deroga alle norme generali in materia di responsabilità patrimoniale e numerosi possono essere i punti di contatto tra le due discipline. Infatti entrambe possono porre dei problemi analoghi circa l'effettività della separazione stessa, soprattutto in caso di dissesto dell'intermediario, che riguardano la corretta rappresentazione contabile – formale del patrimonio separato.

#### 4. PROBLEMI INTERPRETATIVI NELLA LEGGE 130/99

Le norme della Legge che insieme derogano ai principi generali in materia di responsabilità debitoria sono quelle contenute nell'art. 1, 1° comma, lett. *b*), nell'art. 3, 2° comma, e nell'art. 4, 2° comma. A questo punto la domanda da farsi è se la legge in questione abbia creato una situazione di separazione patrimoniale

<sup>32</sup> Cfr. G. GUGLIOTTA, *Commentario ult. cit., sub Art.22*, C.R. Bedogni (a cura di), pp. 198 – 199.

<sup>33</sup> Si vedano D. GALLETTI, in *Commentario alla Legge 30 aprile 1999, n°130, sub Art.3*, A.M. Alberti (a cura di), in *Le nuove leggi civili commentate*, n° 5/2000, p.1068; G. GRECO, *Le società per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Le società finanziarie*, V. Santoro (a cura di), Giuffrè, Milano, 2000, pp. 622 – 623; C. PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Fall.*, 1999, II, p. 1173.

le, cioè una partizione isolata nel patrimonio della società veicolo, oppure abbia semplicemente inteso “segregare” una serie limitata di diritti, ovvero i crediti ceduti nell’ambito dell’operazione.<sup>34</sup> Entrambe le soluzioni, benché non pongano differenze rilevanti nell’ambito della separazione,<sup>35</sup> conducono a risultati diversi qualora i crediti si “trasformino” in denaro a seguito di cessione *ex art. 2, lett. d)*, o qualora le somme giacenti vengano investite ai sensi dell’art. 2, lett. *e)* della Legge. Il concetto di patrimonio, in quanto dinamico, consentirebbe di coinvolgere nella separazione anche tali somme, mentre il concetto di diritto segregato porrebbe problemi in tal senso.

I beni in cui viene trasformato il diritto segregato dovrebbero così entrare a far parte del patrimonio generico della società per la cartolarizzazione, con tutte le conseguenze in termini di responsabilità debitoria che ne deriverebbero.

La deroga all’art. 2740 c.c. contenuta nell’art. 3, comma 2, della Legge, infatti, dovendo considerarsi norma eccezionale, non è suscettibile di essere applicata al di fuori dei casi in essa tassativamente previsti.<sup>36</sup>

Ad una soluzione del genere si potrebbe giungere considerando che la norma contenuta nell’art. 4, 2° comma, della Legge, la quale specifica la composizione del patrimonio separato delineata in linea di principio dall’art. 3, 2° comma,<sup>37</sup> fa riferimento soltanto ai crediti acquistati dalla società per la cartolarizzazione ed alle somme corrisposte dai debitori ceduti, cosicché sembrerebbe che il legislatore abbia voluto limitare solo a particolari beni l’effetto di segregazione, senza costituire un vero e proprio patrimonio separato.

In questo caso è lasciato all’interprete l’onere di trovare la soluzione che meglio si addica al bilanciamento dei diversi interessi in gioco, che sono da un lato quelli degli investitori di vedersi il meno possibile pregiudicate le loro uniche garanzie al rimborso di capitale ed interessi, e dall’altro quello dei creditori generici – non qualificati – della società veicolo, che potrebbero vedersi ampliata la loro garanzia patrimoniale in presenza di determinate condizioni.<sup>38</sup>

---

<sup>34</sup> Cfr. D. GALLETTI, *op. cit.*, p. 1069. Le norme contenute nell’art.3, 2° comma, e 4, 2° comma, L.130/99, sono norme eccezionale rispetto a quella contenuta nell’art.2740 c.c., perché pongono una disciplina diversa ed antitetica rispetto a quest’ultima, considerata di portata generale in materia di responsabilità patrimoniale del soggetto

<sup>35</sup> Entrambe le soluzioni comportano la non soggezione del portafoglio dei crediti ceduti alle azioni esecutive di creditori diversi dai portatori dei titoli.

<sup>36</sup> D. GALLETTI, *op. cit.*, p. 1069.

<sup>37</sup> G. GUERRIERI, in *Commentario alla legge 30 aprile 1999 n°130, sub Art.4*, A.M. Alberti (a cura di), in *Le nuove leggi civili commentate*, n°5/2000, p.1082 e ss.

<sup>38</sup> GUERRIERI in *op ult. cit.*, sembra propenso ad estendere a tali somme, anche in mancanza di una esplicita previsione normativa, il beneficio della separazione patrimoniale, identificando nella medesima *ratio* di garanzia che assiste la previsione dell’art.3, 2° comma l’esigenza in questione.

Ci si potrebbe chiedere, allora, se la configurazione di un patrimonio separato in capo alla società veicolo crei una nuova forma di garanzia reale, o di privilegio, sui crediti oggetto dell'operazione a favore degli investitori.<sup>39</sup>

Il nostro sistema delle garanzie reali è sì un sistema tipico e rigido, privo di spazio per l'autonomia contrattuale, ma la prassi ha sempre tentato di utilizzare altri negozi per raggiungere scopi analoghi.<sup>40</sup>

La qualificazione in termini di garanzia reale della situazione di segregazione esistente in capo alle società veicolo, infatti, potrebbe far superare il problema della "sostituzione" dei crediti con il denaro derivante sia dagli adempimenti,<sup>41</sup> sia da atti dispositivi di essi.<sup>42</sup> Tuttavia tale soluzione contrasta con la normativa sulla cartolarizzazione, la quale impedisce ogni azione da parte di creditori diversi da quelli previsti all'art. 4, 2° comma, ponendo quindi una vera e propria limitazione ai sensi dell'art. 2740, 2° comma c.c. e non un regime processuale favorevole in sede di distribuzione del ricavato l'esecuzione forzata.<sup>43</sup>

Interpretando in senso letterale l'art. 3, 2° comma della Legge, tuttavia, si può anche giungere alla soluzione opposta rispetto a quella sin qui prospettata, dato che tale norma qualifica in termini di patrimonio separato i crediti oggetto di ciascuna operazione, e specifica che su ciascun patrimonio separato sono ammesse soltanto azioni da parte dei portatori dei titoli.

I crediti ceduti non vengono quindi considerati alla mera stregua di diritti a sé stanti, ma quale parti di un vero e proprio patrimonio separato, cosicché tutto ciò che li sostituisce permane in tale situazione di separazione compresi gli eventuali incrementi.<sup>44</sup> Sicuramente la situazione di separazione rimane quella più rispondente a garantire la posizione degli investitori, ma l'ambiguità di interpretazioni a cui si presta il combinato

<sup>39</sup> D. GALLETTI, *Op. ult. cit.*, pp. 1070 – 1072.

<sup>40</sup> Tra i quali spiccano i trasferimenti a scopo di garanzia e il *trust*; M. BUSANI, *Il modello italiano delle garanzie reali*, in *Contratto e impresa*, 1/1997, pp.185 – 189.

<sup>41</sup> L'oggetto della garanzia si converte sul denaro ottenuto in liquidazione; ne sono esempi gli art.2742 c.c. e 2803 c.c. Secondo quest'ultimo, il creditore pignoratizio è obbligato a riscuotere il suo credito alla scadenza e ad operare il deposito delle somme, sulle quali conserva le sue ragioni di garanzia. Partendo da tali disposizioni, D. GALLETTI, vi rinviene la specificazione di un principio generale di "surrogazione reale" in materia di garanzie e di privilegi, applicabile anche all'ipotesi in questione, benché ci troviamo fuori da una situazione tipica; *op. cit.*, p.1071.

<sup>42</sup> Secondo GALLETTI, qui dovrebbero trovare applicazione i principi stabiliti, in materia di garanzie rotative, da C. Cass., sentenza 28 maggio 1998 n°5264, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1998, II, p.485.

<sup>43</sup> GALLETTI, *op. cit.*

<sup>44</sup> D. GALLETTI, *op. cit.*

disposto degli artt. 3, 2° comma e 4, 2° comma, della Legge, lascia aperto il diverso ventaglio di soluzioni.

In effetti non è solo questo il lato oscuro della disciplina sulla separazione patrimoniale contenuta nella Legge in commento.

Come si è detto in epigrafe, secondo voci autorevoli,<sup>45</sup> la vera separazione patrimoniale dovrebbe operare in maniera biunivoca, in modo tale che i creditori per causa specifica possano soddisfarsi solo ed esclusivamente sul patrimonio a loro “dedicato”, realizzandosi così una vera e propria limitazione di responsabilità in capo al debitore. Sicuramente la funzione economico finanziaria dell’operazione – consistente nel raccogliere capitale di rischio presso il pubblico condizionandone la restituzione ai flussi di cassa rinvenienti dal “pacchetto” dei crediti ceduti – dovrebbe implicare una soluzione di isolamento biunivoco del patrimonio separato, per evitare che gli investitori abbiano a pretendere alcunché dal patrimonio generico del veicolo.<sup>46</sup>

Si premette che l’interesse ad agire sul patrimonio generico della società veicolo da parte dei portatori dei titoli potrebbe risultare solo teorico, data la possibilità, per essa, di costituirsi come un soggetto *capital free*.<sup>47</sup> Se questo è sempre vero nell’esperienza straniera, non è detto che lo sia anche in quella nazionale, a seguito della caratterizzazione imprenditoriale dei soggetti cessionari delineata dalla Legge, i quali possono, sempre in linea teorica, avere un patrimonio “personale” consistente.<sup>48</sup> Il fatto che normalmente vengano emessi dei titoli c.d. a ricorso limitato,<sup>49</sup> secondo i quali gli investitori accettano gli effetti di un contratto aleatorio,<sup>50</sup> potrebbe eliminare il problema alla radice, visto che l’obbligazione della società veicolo sorge solo ed esclusivamente nei limiti del *cash flow* disponibile, derivante dagli adempimenti dei debitori ceduti che va a costituire il patrimonio separato.<sup>51</sup>

---

<sup>45</sup> L.B. GERI, *op. cit.* p. 287.

<sup>46</sup> D. GALLETTI, *op. cit.*, p.1072.

<sup>47</sup> Si rammenta, infatti, che la Legge in commento, derogando espressamente ad alcune disposizioni contenute nell’art. 106 T.U.B., consente che le società per la cartolarizzazione dei crediti si costituiscano nel rispetto dei soli requisiti patrimoniali previsti in linea generale dalla norme del codice civile.

<sup>48</sup> G. RUMI, *Securitisation – La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Regolamentazione dell’istituto*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001, p. 87.

<sup>49</sup> Si veda C. RUCCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 413.

<sup>50</sup> In tal senso viene qualificato il rapporto giuridico scaturente dalla sottoscrizione dei titoli nel Prospetto Informativo citato, p.91; ma nulla stabilisce a riguardo la legge 130/99, sicché il fantomatico “ricorso limitato” dei titoli risulta essere un concetto di natura dottrinarica.

<sup>51</sup> G. RUMI, *op. loc. ult. cit.*; C. RUCCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall’entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n°130*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 396.

Il problema potrebbe invece presentarsi se i titoli, rispetto ai quali la legge lascia ampia libertà contrattuale, vengano strutturati sotto forma di obbligazioni. In tal caso l'investitore – a cui viene “promesso” il rimborso di capitale ed interesse alle scadenze convenute – potrebbe avere interesse ad aggredire il patrimonio generico della società veicolo qualora quello segregato risulti incapiente.<sup>52</sup>

Attesa l'eccezionalità, nel nostro ordinamento, delle limitazioni alla responsabilità patrimoniale universale del debitore, è necessario che queste abbiano un riscontro testuale espresso che manca nella L.130/99, o almeno manca nel senso da ultimo indicato.<sup>53</sup> L'art.3, 2° comma, stabilisce che su ciascun patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti segregati, ma non stabilisce gli effetti sul restante patrimonio generico non vincolato a nessuna operazione di cartolarizzazione, per cui si deve dedurre che l'art. 2740 c.c. conservi il suo vigore e che questo sia aggredibile dagli investitori.<sup>54</sup> La limitazione di responsabilità potrà certa-

<sup>52</sup> Cfr. D. GALLETTI, *op. cit.*, p. 1073.

<sup>53</sup> P.F.LUZZI, (in *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti: spunti critici*, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Atti del Convegno sulla cartolarizzazione dei crediti in Italia organizzato dall'ABI e svoltosi a Roma il 4 dicembre 1998, Bancaria, Roma, 1999) partendo dalla mancata previsione di un capitale minimo, argomenta dicendo che questo è un chiaro indice del fatto che lo SPV non potrà sopportare rischi di insolvenza verso i portatori dei titoli, giungendo di fatto ad affermare la responsabilità limitata al patrimonio segregato di questa. *Contra* D.GALLETTI, *op. loc. ult. cit.*, secondo il quale non può infierirsi, dalla mancata previsione di un capitale minimo, una responsabilità limitata al patrimonio segregato nei confronti degli investitori. Quello che può infierirsi è solo una valutazione di non essenzialità di un'adeguata dotazione finanziaria ai fini della tutela degli interessi dei portatori dei titoli.

<sup>54</sup> GALLETTI, *op. cit.*, p.1074; G. GUERRIERI, *op. ult. cit.*, p. 1021; P. BONTEMPI, G. SCAGLIARINI, *La securitization*, Giuffrè, Milano, 1999, p. 74. *Contra*, si veda C. RUCELLAI, *op. ult. cit.*, p. 395 ss., secondo il quale non si può desumere dalla seconda parte dell'art. 3, comma 2°, L. 130/99, che la separazione patrimoniale sia stabilita solo riguardo ai portafogli crediti acquistati dalla società. Infatti questa disposizione è volta solo a chiarire che, in caso di molteplicità di operazioni compiute dalla stessa società per la cartolarizzazione, la separazione non vige solo nei confronti del patrimonio della società, ma anche riguardo a ciascuno degli altri patrimoni relativi alle diverse operazioni. In sostanza la separazione del patrimonio afferente ad ogni singola operazione rispetto a quello della società è già stabilito dalla prima parte della norma citata, e la seconda parte non intende certo significare che il patrimonio generico della società per la cartolarizzazione sia aggredibile dai portatori dei titoli. In ogni caso la prima parte del comma secondo dell'articolo in commento è sufficiente a rendere possibile qualsiasi limitazione in via pattizia, per i portatori dei titoli di ciascuna operazione, ad attaccare il patrimonio generale della società, senza che questo possa far pensare ad una violazione dell'art. 2740 c.c.

mente instaurarsi in maniera convenzionale nel rapporto sottostante la sottoscrizione dei titoli, e normalmente ciò accade,<sup>55</sup> ma l'intervento dell'autonomia privata sembra escludere, stante il tenore dell'art.2740, 2° comma c.c., la possibilità di limitare validamente l'azione esecutiva sui beni ai quali si riferisce.<sup>56</sup>

Parte della dottrina ritiene validi i soli negozi volti a graduare l'ordine temporale di esecuzione sui beni del debitore, attraverso la convenzione di un ordine di preferenza.<sup>57</sup> Sembra quindi arduo, per la società veicolo, opporsi ad una esecuzione sul proprio patrimonio da parte dei portatori dei titoli, potendo semmai ottenere, contrattualmente, solo un beneficio di escussione preventiva del patrimonio segregato.<sup>58</sup>

Un altro aspetto problematico della Legge è rappresentato dalla configurazione della garanzia patrimoniale a favore dei creditori diversi dai portatori dei titoli.<sup>59</sup>

I creditori "qualificati" a soddisfarsi in via esclusiva sul patrimonio separato della società per la cartolarizzazione, costituito dai crediti ceduti e dalle somme di denaro rinvenienti dagli adempimenti dei debitori ceduti, non sono rappresentati solo dai portatori dei titoli, ma anche da tutti quei diversi soggetti che a vario titolo hanno un ruolo nell'operazione stessa.

E' il caso ad esempio dei costi del *service*<sup>60</sup> e di quelli connessi alle prestazioni di *credit enhancement*,<sup>61</sup> che rappresentano le principali voci di costo nell'operazione, oltre a quelli iniziali di costituzione della società veicolo che normalmente, tuttavia, vengono *ab origine* sostenuti dal soggetto ceden-

---

<sup>55</sup> Così anche G. RUMI, *op. ult. cit.*, p.87, il quale ritiene tali limitazioni pattizie sufficienti a risolvere il problema della aggredivibilità del patrimonio generale della società per la cartolarizzazione dei crediti.

<sup>56</sup> Si veda L. BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale Art. 2740 – 2744*, in *Codice civile commentato*, diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1991, p. 73 e ss; Data la meritevolezza dell'interesse del creditore alla garanzia, l'art.2740, 2° comma deve ritenersi come un divieto di escludere pattiziamente alcuni beni dalla responsabilità generica del debitore, cosa possibile solo in presenza di una norma di legge che lo consenta espressamente. Eventuali negozi di tal genere devono considerarsi nulli, e quindi improduttivi di effetti, per illiceità della causa.

<sup>57</sup> ROPPO, *La responsabilità patrimoniale*, in *Trattato di diritto privato*, P.Rescigno (diretto da), vol.19, Torino, 1985, p.391, *contra* BARBIERA, *op. cit.*

<sup>58</sup> D. GALLETTI, *op. cit.*, p.1075.

<sup>59</sup> Diversi dagli investitori.

<sup>60</sup> Che è il soggetto incaricato dell'attività di riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento.

<sup>61</sup> Ovvero le prestazioni di garanzia collaterale che hanno la funzione di implementare il valore del portafoglio dei crediti oggetto dell'operazione assicurando ai portatori dei titoli, indipendentemente dal *cash flow* rinveniente dagli adempimenti dei debitori ceduti, una quota di capitale e di interessi alle singole scadenze del loro piano di investimento.

te.<sup>62</sup> L'art.1, 1° comma lett. b), stabilisce che le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate, in via esclusiva, al pagamento, oltretutto dei diritti incorporati nei titoli, anche dei costi dell'operazione. Sarebbe così prescrivere una segregazione di tali somme a vantaggio anche dei soggetti che partecipano all'operazione come *servicer* o come prestatori di garanzie collaterali. L'art. 3, 2° comma della Legge, tuttavia, sembra non includere tali soggetti nel novero di quelli legittimati ad agire in via esecutiva sul patrimonio separato della società veicolo.

Alla stessa conclusione si giunge dalla lettura dell'art. 4, 2° comma della Legge, che considera solamente i diritti di cui al superiore art. 1, lett. b), ovvero quei diritti di cui sono titolari i portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti oggetto dell'operazione.<sup>63</sup>

In assenza di una norma che concretizzi, sotto il profilo processuale, la separazione patrimoniale anche nei confronti di soggetti diversi dai portatori dei titoli, si ritiene che anche questi non siano autorizzati ad escutere i beni facenti parte del patrimonio separato della società veicolo, che risulta così costituito, a questo punto, ad unica garanzia delle obbligazioni nascenti dal rapporto di sottoscrizione dei titoli.

Accettando questa visione interpretativa, pertanto, i soggetti che partecipano all'operazione non avrebbero un'azione diretta sul patrimonio separato afferente la stessa, ma a loro vantaggio la società veicolo potrebbe solamente detrarre, dal *cash flow* costituito dagli adempimenti dei debitori ceduti, delle somme in conformità a quanto previsto dal prospetto informativo del collocamento dei titoli in ordine alla copertura dei costi dell'operazione, accettato dagli investitori.<sup>64</sup>

Tuttavia, in difetto di un adempimento spontaneo, tali soggetti sarebbero privi di un patrimonio responsabile *ex art. 2740 c.c.* diverso da quello generico della società veicolo.

Secondo una differente interpretazione,<sup>65</sup> la norma contenuta nell'art. 4,

<sup>62</sup> G. RUMI, *Securitisation – La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001, pp. 87 – 89. Ed infatti il soggetto cedente - detto anche *originator* poiché dà origine all'operazione in quanto interessato a conseguire i "benefici" derivanti dalla cessione dei propri crediti - è colui il quale si fa carico di sostenerne tutti i costi iniziali, ivi compresi quelli di costituzione della società veicolo.

<sup>63</sup> D. GALLETTI, *Op. cit.*, p.1077; in tal senso anche A..PETRAGLIA, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti: brevi riflessioni*, in *Corr. Giur.*, n°9/1999, p.1073.

<sup>64</sup> Art. 2, 3° comma, lett. h) della Legge.

<sup>65</sup> Così, G.GUERRIERI, *op. cit.*, p. 1082, e F.MODULO, C.ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, n°1 – 2/2000, p. 91 e ss., dove si richiama una precedenza logico – sistematica dell'art.1,lett.b rispetto al seguente art.4, 2°, che sembra fare riferimento solo ai "diritti" di cui al primo articolo, in quanto norma esclusivamente processuale.

2° comma estenderebbe gli effetti della costituzione del patrimonio separato in capo alla società per la cartolarizzazione anche a favore di tutti quei soggetti contemplati, implicitamente, dall'art.1, lett. b) della Legge.

Quindi non solo i portatori dei titoli, ma anche tutti coloro i quali vantano un diritto di credito in dipendenza dei costi sostenuti per la realizzazione dell'operazione, sono legittimati ad aggredire il patrimonio separato della società veicolo.

A questo punto si deve considerare un'ulteriore problematica collegata a questa, e se cioè le posizioni creditorie di terzi soggetti, nascenti da obbligazioni contratte dalla società veicolo nelle sue funzioni di gestore del portafoglio crediti,<sup>66</sup> debbano considerarsi da questa assunte nei limiti del patrimonio separato afferente l'operazione oppure se la società veicolo ne risponde anche con il proprio patrimonio generico.

In assenza di una norma specifica, anche qui, se si optasse per la prima soluzione si avrebbe una deroga implicita all'art. 2740 c.c., e la situazione sarebbe ancora più penalizzante per i terzi creditori data l'incertezza nell'individuazione dei soggetti legittimati ad escutere il patrimonio separato. Si potrebbe cioè creare una situazione di mancanza di garanzia, sia sul patrimonio speciale che su quello personale, e di conseguenza si deve ritenere operante almeno la responsabilità generica della società veicolo.<sup>67</sup>

Partendo da uno spunto comparatistico sulla recente tendenza della normativa in materia di *trust*,<sup>68</sup> il legislatore italiano avrebbe certamente potuto regolare con maggiore decisione la separazione patrimoniale nel caso specifico.

Secondo la regola generale, il *trustee* inglese risponde verso i terzi, per le obbligazioni da esso contratte, con tutti i suoi beni e non solo con quelli conferiti in *trust*.<sup>69</sup> Tale regola discende dal fatto che manca in Inghilterra una regola di trasparenza circa i beni conferiti e circa la necessità di qualificarsi come *trustee* al momento della conclusione del contratto.<sup>70</sup> Tuttavia in molte legislazioni,<sup>71</sup> pur mantenendosi ferma tale posizione, si è introdotta la possibilità di limitare la responsabilità del *trustee* ai beni conferiti in *trust* qua-

---

<sup>66</sup> Oltre a quelle di *servicer*, ci sono quelle scaturenti dalle operazioni di investimento ex art.2, lett. e).

<sup>67</sup> cfr. D.GALLETTI, *Op. cit.*, p. 1076.

<sup>68</sup> M. LUPOI, *op. cit.*, p. 290 e ss., GALLETTI, p. 1076.

<sup>69</sup> Cfr. M. LUPOI, *op. cit.* p. 231, dove si fa anche riferimento alla responsabilità patrimoniale del *trustee* divenuta particolarmente gravosa dopo il *Law of Property Act* (1994), secondo il quale in caso di alienazione di beni, il *trustee*, deve prestare garanzia anche per difetti del titolo di proprietà di cui non abbia potuto avere conoscenza.

<sup>70</sup> M LUPOI, *op. cit.*, p.291.

<sup>71</sup> New Jersey (1989), Malta (1988), Guernsey (1989), Mauritius (1992), cfr. in M. LUPOI, *Trusts*, Giuffrè, 1997, p. 290 e ss.

lora quest'ultimo, pur agendo in proprio nome, informi la controparte che sta agendo in tale qualità e nell'amministrazione dei beni conferiti. Ne deriva che, per una determinata obbligazione soggettivamente imputabile al *trustee* ma afferente la gestione del patrimonio separato esistente in capo ad esso, questi risponda nei soli limiti del patrimonio separato. Tale assetto, nel nostro ordinamento, può raggiungersi solo con una deroga espressa all'art. 2740 c.c., ma non è una situazione sconosciuta, dato che l'art.490 c.c. stabilisce che l'erede, avendo accettato con beneficio d'inventario, pur essendo titolare di determinate obbligazioni,<sup>72</sup> ne risponde entro il limite del patrimonio distinto costituito dall'eredità beneficiata.

Una simile esigenza sembra essere stata recepita anche dalla recente riforma del diritto societario con l'introduzione degli artt. 2447 *bis* e ss. del codice civile, dove si prevede la possibilità, in capo ad una società, di costituire uno o più patrimoni "dedicati" allo svolgimento di un singolo affare onde ovviare alla pratica, frequente, di creare delle società *ad hoc*.

L'introduzione di disposizioni derogatorie all'art. 2740 c.c., poi, dovrebbero essere accompagnate dall'istituzione di meccanismi idonei a rendere palese ai terzi che il soggetto beneficia di una limitazione di responsabilità, poiché agisce per portare a termine un determinato affare o, nel caso di società per la cartolarizzazione dei crediti, in gestione di un patrimonio separato di crediti. Nulla di tutto questo sembra essere presente nella Legge in commento, dove manca un coordinamento deciso con l'art. 2740 c.c. che allo stato attuale fa permanere molte incertezze interpretative, e dove non esistono regole che permettano, in capo al terzo, di sapere con certezza se quel soggetto sia o meno titolare di un patrimonio separato.<sup>73</sup>

<sup>72</sup> La titolarità passiva delle obbligazioni del *de cuius* è tuttavia controversa in dottrina; cfr. D.GALLETTI, *op. cit.*, p.1076, nt.105.

<sup>73</sup> Diversamente, l'art. 2447 *quater* c.c. prevede un meccanismo di pubblicità delle delibere sociali istitutive di patrimoni dedicati al compimento di uno specifico affare.

---

---