

GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

Anno XXXIX Fasc. 3 - 2012

Cosimo Rucellai

**CARTOLARIZZAZIONE SINTETICA
E *CREDIT DEFAULT SWAP***

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

Cartolarizzazione sintetica e *Credit Default Swap*

SOMMARIO: (1) 1. Le carenze normative. Note introduttive. — 2. La situazione normativa vigente. — 3. La previsione normativa del *credit default swap* necessaria per consentire la cartolarizzazione sintetica. — 4. Natura atipica del contratto di *credit default swap*. — 5. Valutazioni critiche della dottrina sul *credit default swap*. — 6. Caratteristiche peculiari della cartolarizzazione sintetica — 7. La cartolarizzazione riassicurativa. — 8. Inerzie parallele del legislatore. Il pregiudizio per il nostro sistema finanziario.

1. *Le carenze normative. Note introduttive.* — La ripartizione tra cartolarizzazioni tradizionali — di crediti — e cartolarizzazioni sintetiche — di soli rischi di credito — è ben presente nelle disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia (2). Essa è invece ignorata dal nostro legislatore il quale, con la legge 130/1999 e successive aggiunte e integrazioni, è rimasto fermo alle cartolarizzazioni tradizionali senza tenere conto della rilevante evoluzione della tecnologia finanziaria costituita, in particolare, dalla cartolarizzazione sintetica, anch'essa effettuata dal veicolo con fondi raccolti sui mercati finanziari mediante l'emissione di titoli, come vedremo in queste note.

Questa disattenzione del nostro legislatore risulta pregiudizievole segnatamente per le nostre banche nella prospettiva dell'auspicata ripresa della crescita del sistema creditizio e delle cartolarizzazioni. Sta di fatto che le cartolarizzazioni sintetiche, per flessibilità, economicità e salvaguardia piena del rapporto con la clientela, sono strumenti ampiamente utilizzati e utilizzabili dalle banche che così possono *a)* liberare patrimonio regolamentare di vigilanza senza incorrere nei maggiori oneri e potenziali inconvenienti delle cartolarizzazioni tradizionali e *b)* disporre di una tecnica di protezione dai rischi di credito alternativa e disintermediata rispetto alla cessione del rischio a controparti bancarie o assicurative o fondi di investimento o altri intermediari finanziari, cessione che, come vedremo, non di rado equivale a una moltiplicazione del rischio medesimo.

(1) Questo scritto riproduce con l'aggiunta delle note ed alcuni ampliamenti la relazione svolta dall'a. al Convegno *Le nuove cartolarizzazioni bancarie* tenutosi a Roma il 20 maggio 2011 presso l'Unicredit Credit Management Bank che lo ha organizzato con Ass. Eu. Dir. Banc. Fin.

(2) Cfr. BANCA D'ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, 2011, 65 ss.

2. *La situazione normativa vigente.* — Non vi è dubbio che il nostro legislatore abbia compiuto, con la legge 130/99, un apprezzabile sforzo di aggiornamento alla tecnica finanziaria delle cartolarizzazioni che era peraltro già in corso di evoluzione. Ma lo ha fatto avvalendosi di strumenti giuridici codificati non utilizzabili per la cartolarizzazione sintetica. Ai sensi della legge 130/1999, così come attualmente formulata, il fondamento contrattuale della cartolarizzazione è costituito dalla cessione a titolo oneroso (c.d. *true sale*) di *crediti* dalla banca *originator* (cedente) alla società di cartolarizzazione. La cessione del rischio di quei crediti avviene insomma con la cessione dei crediti stessi. E per pagare alla banca *originator* il prezzo di acquisto di tali crediti il veicolo si finanzia mediante l'emissione di "*asset backed securities*": ovvero titoli garantiti in via *esclusiva* dal patrimonio *separato* costituito dai *crediti così acquistati* dalla società di cartolarizzazione non soggetta a rischio di fallimento (*bankruptcy remote*). Nei confronti dei portatori dei titoli emessi per ogni operazione (e dei creditori dei relativi costi) la responsabilità patrimoniale del veicolo ai sensi dell'art. 2740 c.c. non sussiste o, se si preferisce, sussiste soltanto *nei limiti del patrimonio separato* costituito a loro favore dai *crediti* acquistati e pagati dalla società emittente con i fondi versati dai sottoscrittori dei titoli stessi (cfr. art. 3 e art. 1 (b) L. 130/99). In altri termini la destinazione "in via esclusiva", prevista dall'art. 1 (b), deve intendersi non soltanto come diritto spettante in via esclusiva ai portatori dei titoli (oltre che ai creditori dei "costi dell'operazione") ma anche come limite di tale diritto che, non a caso, viene definito "ad azionabilità limitata". Insomma, la *ratio* (o la contropartita) della destinazione "in via esclusiva" delle somme corrisposte dai debitori ceduti "al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi" sta nel fatto che i titoli stessi *non* sono invece garantiti dal patrimonio della società emittente il quale resta "separato a tutti gli effetti" dai patrimoni costituiti dai "crediti relativi a ciascuna operazione" (art. 3.2). Questa è la chiara intenzione del legislatore a protezione della società di cartolarizzazione emittente⁽³⁾. Ed è anche, secondo una prassi consolidata, l'espressa indicazione contenuta nei prospetti informativi redatti dalle società di cartolarizzazione emittenti (ai sensi dell'art. 2 L. 130/99).

Sta di fatto che la caratteristica "ad azionabilità (o esigibilità) limi-

(³) «Dal momento che i portatori dei titoli sono titolari di crediti "ad esigibilità limitata", poiché non tutelati dai patrimoni delle società emittenti, essi devono per converso essere particolarmente tutelati dal flusso finanziario dei pagamenti relativi ai crediti ceduti». E ancora: "Il titolo emesso dalla società emittente non è garantito dal capitale della società stessa, il quale è infatti di modesta entità, ma dai crediti segregati (...). La peculiarità dell'operazione sta quindi nell'irrelevanza del rapporto tra l'indebitamento derivante dall'emissione e il patrimonio netto della società veicolo". Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI n. 5058-A - Relazione della VI Commissione permanente (Finanze) presentata il 22 febbraio 1999 (relatore TARGETTI), in questa *Rivista*, 1999, I, 427 ss.

tata”, che distingue i titoli emessi dalle società di cartolarizzazione, è stata per così dire “importata” dal nostro legislatore per consentire la realizzazione, anche nel nostro ordinamento, di operazioni simili alle emissioni di titoli *limited recourse* da parte degli *special purpose vehicles* anglosassoni, in sostanziale analogia — e soprattutto in concorrenza — con quanto espressamente consentito dagli ordinamenti di “*common law*” (4). Non si vede peraltro, in assenza di una modifica normativa, come la facoltà della società di cartolarizzazione di emettere titoli ad azionabilità limitata possa ritenersi estesa anche a cartolarizzazioni realizzate mediante la cessione di soli *rischi* di credito, *senza* i crediti cui tali rischi ineriscono. È appena il caso di aggiungere a conferma della necessità dell’intervento legislativo, anche con riferimento al prospetto informativo, che l’attuale testo della L. 130/99 prevede espressamente la cessione e la “riscossione dei crediti ceduti” nonché i “servizi di cassa e di pagamento” dei crediti stessi (art. 2), disposizione incompatibile con la cessione dei *solii rischi* di credito.

3. *La previsione normativa del credit default swap necessaria per consentire la cartolarizzazione sintetica.* — È pertanto opportuno che questa legge sia ora integrata per prevedere anche la cartolarizzazione dei soli *rischi* di credito, ovvero la cartolarizzazione sintetica, affinché anche le nostre banche dispongano di questa opzione alternativa nel quadro del proprio (e nostro) ordinamento. A tal fine l’*originator* e la società di cartolarizzazione prevista dall’art. 3 della legge medesima (qui di seguito anche “veicolo” o “SPV” per “*Special Purpose Vehicle*”) dovrebbero essere abilitati a stipulare non soltanto contratti di cessione di crediti ma anche contratti di *credit default swap* (qui di seguito anche “CDS”) per la cessione dalla banca *originator* allo SPV del solo *rischio* di crediti. Lo schema di base di questa cartolarizzazione sintetica finanziata sarebbe largamente analogo a quello della cartolarizzazione tradizionale. Con la differenza sostanziale tuttavia che con il contratto di CDS tra banca *originator* ed SPV, dal quale trae origine la cartolarizzazione sintetica, l’*originator* trasferisce allo SPV *non* i crediti bensì il solo *rischio* dei crediti di riferimento. Per fornire la protezione dal rischio stesso lo SPV si finanzia mediante l’emissione di titoli denominati *credit linked notes* (qui di seguito anche “*c.l.n.*”) perché il loro andamento è collegato (*linked*) all’andamento del rischio dei crediti di riferimento (della banca *originator*).

Pertanto nel caso della cartolarizzazione sintetica i fondi raccolti dallo SPV non vengono utilizzati per pagare all’*originator* il prezzo di acquisto di

(4) Sull’argomento, e in particolare sull’inattaccabilità del patrimonio della società di cartolarizzazione e sul sostanziale recepimento da parte del legislatore italiano del modello di “*Special Purpose Vehicle*” e dei titoli “*limited recourse*”, mi permetto di fare riferimento a RUCCELLAI: *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall’entrata in vigore della L. 30 aprile 1999, n. 130* e note di richiamo, in questa *Rivista*, 2001, 392 ss.

crediti, posto che dei crediti resta titolare l'*originator* a tutti gli effetti. Questi fondi vengono invece investiti dallo *SPV* in titoli ad alto *rating* e quindi normalmente a basso rendimento che vengono depositati ("fondo di garanzia") presso una banca anch'essa ad alto *rating* ("banca depositaria").

All'origine della cartolarizzazione sintetica vi è insomma il contratto, stipulato tra la banca *originator* e il veicolo, di *credit default swap* o *scambio* della protezione dal rischio del credito contro il corrispettivo di un *premio* periodico o rateale (commisurato al rischio ceduto) pagato dalla banca al veicolo, venditore della protezione, durante il periodo concordato. I fondi necessari per fornire la protezione, raccolti dal veicolo sui mercati finanziari mediante l'emissione delle *c.l.n.*, sono investiti nel fondo di garanzia, come si è visto. Il fondo di garanzia sarà normalmente d'importo equivalente alla somma complessiva che lo *SPV* è tenuto a pagare alla banca *originator* ai sensi del *CDS* al verificarsi, durante il periodo concordato, di uno o più *credit events* (o *trigger credit events*) come previsto dal *CDS* stesso. Trattasi di evento (o eventi) afferenti al debitore/i di riferimento della banca *originator* (ad es. inadempimento, insolvenza, fallimento) il cui verificarsi durante il periodo concordato fa scattare (*triggers*) l'obbligo del pagamento ai sensi del *CDS*. Il rendimento delle *credit linked notes* è pertanto subordinato all'andamento del credito di cui gli investitori assumono il rischio con la sottoscrizione. Se *non* vi sono insolvenze o inadempienze nei crediti di riferimento, dei quali la banca *originator* ha ceduto il rischio, il premio versato dalla banca stessa, integrato dal rendimento dei titoli nei quali è investito il fondo di garanzia, viene girato dal veicolo ai portatori dei titoli. E alla scadenza del contratto il capitale versato al veicolo emittente, che costituisce il fondo di garanzia, viene restituito ai portatori delle *c.l.n.* Se invece si verificano uno o più dei *credit events* previsti dal *CDS*, ne scaturiscono a carico del veicolo i conseguenti obblighi di pagamento che, in virtù della retrocessione del rischio, incidono prima sul rendimento e poi anche sul capitale versato dai portatori delle *credit linked notes* e investito dallo *SPV* nel fondo di garanzia.

Il credito dei portatori delle *c.l.n.*, pertanto, non soltanto è ad *azionabilità limitata* al patrimonio separato costituito dal fondo di garanzia e dai premi corrisposti dalla banca *originator*, ma è anche subordinato al credito principale (eventuale) spettante alla banca medesima e garantito in via prioritaria dallo stesso fondo di garanzia.

In conclusione, nella cartolarizzazione sintetica il veicolo emittente le *c.l.n.* si *interfaccia specularmente* e direttamente tra la banca *originator* acquirente di protezione e gli investitori nelle *c.l.n.* che riforniscono al veicolo (a sua volta acquirente) la medesima protezione rivenduta dal veicolo alla banca *originator* ⁽⁵⁾. Con la differenza che gli investitori nelle

(5) Per un'accurata disamina della cartolarizzazione sintetica, anche in raffronto con la

c.l.n. consegnano il prodotto venduto (ovvero il controvalore delle *c.l.n.*) all'acquirente (*SPV*) mentre questo non lo consegna a sua volta alla banca *originator* ma lo deposita presso una banca depositaria per conto di chi spetta (banca "*originator*" o portatori delle *c.l.n.* a seconda dell'andamento del rischio ceduto dalla banca). In tal modo i venditori della protezione (sottoscrittori delle *c.l.n.*) assumono il rischio ceduto dalla banca *originator* ma non anche il rischio di solvibilità della banca stessa.

4. *Natura atipica del contratto di credit default swap.* — Risulta da quanto precede che la cartolarizzazione sintetica scaturisce essenzialmente dal contratto di *CDS*, ovvero dalla cessione del rischio di credito, senza il credito di riferimento, dalla banca *originator* acquirente della protezione al veicolo venditore della protezione, il quale si copre a sua volta mediante l'emissione delle *c.l.n.* sul mercato. Occorre pertanto tenere conto delle ampie riserve espresse dalle istituzioni, dalla dottrina, e anche dalla pratica sull'uso (e l'abuso speculativo) dei derivati creditizi e segnatamente dei *CDS*. Tali riserve si sono accentuate a seguito della crisi finanziaria internazionale emersa a partire dal 2008 e determinata, anche, dal moltiplicarsi dei trasferimenti dei rischi di credito, e quindi dal moltiplicarsi dei rischi stessi, mediante lo strumento dei *CDS*. Tale crisi, come è ben noto, ha successivamente coinvolto anche il rischio del debito sovrano di alcuni Paesi dell'area euro.

Per quanto riguarda in particolare l'ordinamento italiano, la nostra dottrina ha evidenziato la sostanziale differenza della protezione fornita in base al contratto atipico di *CDS* rispetto a quella fornita in base ai contratti tipici di assicurazione o di fideiussione. Il rischio di credito dal quale si può acquistare la protezione mediante il contratto di assicurazione attiene necessariamente a un credito dell'assicurato stesso il quale deve documentare, ai fini dell'indennizzo, il danno (perdita) concretamente subito. Nel contratto di assicurazione il venditore/fornitore di protezione (assicuratore autorizzato e sottoposto alle competenti autorità di vigilanza) paga un indennizzo solo a fronte e nei limiti di una perdita effettiva subita dal

cartolarizzazione tradizionale, cfr. FABBRI, *Le synthetic securitization: struttura, caratteristiche economiche e logiche di valutazione*, in *Bancaria* 1/2001, 54 ss. e *Le synthetic securitization: un confronto con le operazioni classiche*, in *Bancaria* 3/2001, 53 ss. Per ulteriori analisi sull'evolversi della tecnica delle cartolarizzazioni classiche e sintetiche, cfr. MESSINA, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Giappichelli, Torino, 2009, 83 ss.; SEVERI, *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Milano, Giuffrè, 2007, 24 ss.; SORRENTINO, *La cartolarizzazione per la gestione dell'attivo bancario: funzione attuale e prospettive future*, *La cartolarizzazione - commento alla legge 130/99* a cura di FERRO LUZZI e PISANTI, Milano, Giuffrè, 2005, 44 ss.; RUMI, *Securitization*, Il Sole 24 Ore SpA, 2001, 118 ss. Per la dottrina straniera cfr. RAMOS MUÑOZ, *The law of transnational securitization*, Oxford University, 2010, 284 ss.; BELL e DAWSON, *Synthetic securitization: use of derivative technology for credit transfer*, in *Duke J. Comp. & Int'l Law*, 2002, 557 ss.

proprio assicurato. Analogamente, nella fideiussione, il fideiussore paga il creditore garantito soltanto in caso di inadempimento di un'obbligazione altrui dovuta al creditore stesso, in quanto il fideiussore è obbligato in solido con il debitore principale al pagamento del debito (cfr. art. 1944 c.c.). Con il *CDS*, invece, la parte interessata può acquisire la copertura dall'insolvenza di una parte terza ("ente di riferimento" ad esempio FIAT) indipendentemente da una perdita propria e pertanto anche se non ha alcun credito nei suoi confronti. Allo stesso modo, si può aggiungere, la parte interessata può acquisire la protezione dal *default* di un debitore sovrano (ad esempio Grecia) anche se non possiede neppure un titolo di debito emesso da quello Stato sovrano. Trattasi della scindibilità o separabilità del rischio di credito dal credito stesso, caratteristica dei *CDS*. Non solo. Il *CDS* a copertura dell'insolvenza dell'ente di riferimento può essere reiterato per un numero indeterminato di volte con contratti stipulati dallo stesso acquirente di protezione o anche da altre parti che non hanno alcun credito nei confronti dell'ente di riferimento. È la cosiddetta *reiterabilità* dell'acquisto (e/o della vendita) di protezione. La scindibilità della protezione dal rischio di credito rispetto alla titolarità del credito stesso, combinata con la reiterabilità dell'acquisto (e/o della vendita) della protezione costituiscono due caratteristiche specifiche del *credit default swap* che lo rendono intrinsecamente diverso dai due predetti contratti tipici (di assicurazione e di fideiussione) e ne consentono la libera circolazione sul mercato che invece non è consentita per i due contratti tipici. Ne deriva una potenziale moltiplicazione *ad infinitum* delle protezioni dal rischio del credito di riferimento pur restando il credito ovviamente sempre il medesimo con conseguente moltiplicazione del rischio stesso, nonché la completa scorrelazione tra parte protetta e parte creditrice (dell'ente di riferimento debitore). Di qui la natura spesso speculativa del *CDS* e anche una potenziale contiguità tra *CDS* e scommessa, ferma restando la sostanziale differenza costituita dalla natura ludica della scommessa e la sua conseguente limitata tutelabilità ai sensi della legge italiana (art. 1933 c.c.) (6).

5. *Valutazioni critiche della dottrina sul credit default swap.* — Qui si ferma il consenso della dottrina italiana, che sulla valutazione di merito del contratto di *CDS* e sui limiti della sua tutelabilità appare invece discordo.

Ad avviso del Barcellona la giustificazione "ideologica" del *CDS*, difeso ad oltranza da una parte della dottrina internazionale (soprattutto anglo-sassone), sta nella presunta funzione economico-sociale svolta da tale

(6) Cfr. in particolare CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 430 ss.; BARCELONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 652 ss. Cfr. anche TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Riv. dir. banc.*, 2009, 7 ss.

contratto come strumento razionalizzatore-stabilizzatore del mercato del rischio sottostante. Secondo tale dottrina mercatista, l'assicuratore professionale del rischio di credito o il creditore dell'entità di riferimento tendono, avvalendosi della propria leva contrattuale, a sopravvalutare il rischio della propria esposizione esigendo premi (l'assicuratore) o interessi (il creditore) non proporzionati alla reale entità del rischio stesso. Invece i terzi estranei al rapporto creditizio (o assicurativo), ovvero il mercato, data la varietà e (presunta) trasparenza e libera circolazione delle rispettive conoscenze, competenze, informazioni e interessi, avrebbero una percezione più obiettiva e articolata, e quindi più equa e realistica del rischio medesimo. Questi terzi contribuirebbero così a contenere il costo del rischio di credito entro margini ragionevoli ed il mercato non potrebbe che trarne vantaggio anche nell'interesse generale (oltre che in quello degli acquirenti di protezione). Insomma, secondo questa visione ottimistica e liberista delle virtù del "mercato dei capitali", il mercato del rischio di credito, oggetto di scambi che possono liberamente riprodursi e circolare in virtù della scissione del rischio dal credito di riferimento, consentirebbe di mantenere il costo del rischio stesso entro corrette dimensioni.

Ma l'autore dissolve l'illusione della presunta funzione razionalizzatrice di mercato che tali strumenti svolgerebbero. La protezione fornita con i *CDS*, la quale non costituisce attività riservata e quindi vigilata, è normalmente prestata da un numero ristretto di intermediari finanziari ("*hedge funds*," banche di investimento, le stesse banche tramite il mercato interbancario, assicurazioni) talché il mercato dei rischi oggetto dei *CDS* costituisce in realtà un oligopolio che tende a gonfiare artificialmente i rischi e quindi i costi della copertura offerta la quale, per converso, può risultare poi inadeguata (o addirittura illusoria) rispetto alle aspettative dell'acquirente della protezione. I danni derivanti da questa situazione di oligopolio di fatto, ideologicamente scambiato per mercato (dei capitali), sono potenzialmente rilevanti per le stesse banche acquirenti della protezione, le quali non sono in grado, se non in misura limitata, di accedere al mercato reale e così mettere davvero i potenziali offerenti della protezione in concorrenza effettiva tra loro. Ma i danni possono essere dirompenti anche per i venditori della protezione. Un esempio paradigmatico citato dal Barcellona è offerto dalla vicenda delle protezioni reiterate e moltiplicate offerte da AIG (American Insurance Group) tradottasi in un pregiudizio gravissimo per l'AIG stessa (sino al suo salvataggio da parte del governo USA), per le sue controparti e per l'equilibrio del mercato finanziario nel suo insieme. Per non parlare, aggiungiamo, dei *CDS* sui debiti sovrani, oggetto di più recenti (e attuali) esperienze. Queste manipolazioni e conseguenti deformazioni dei mercati dei derivati finanziari (e segnatamente del *CDS*) sono agevolate, rileva Barcellona, dal fatto che l'attività e anche la contabilità bilancistica relativa al *CDS*, a differenza dell'attività e contabilità bancaria e assicurativa, *non* sono regolate, e consentono per-

tanto appostazioni di bilancio ampiamente discrezionali, con esposizioni rettificata secondo un presunto “*fair value*” basato sul modello interno del venditore della protezione, non correlato al rischio effettivo che il venditore stesso si accolla e/o trasferisce ai terzi. Il compito di “valutazione del merito creditizio” ovvero di “prezzare il rischio del credito” viene così sostanzialmente spostato dal settore bancario, regolato e vigilato, al settore del mercato dei capitali, presunto “banchiere sistemico” peraltro insussistente e comunque non regolato né vigilato. Per quanto riguarda poi la banca acquirente di protezione, ai sensi della direttiva comunitaria 2006/48/CE del 14 giugno 2006 (e relativo Allegato VIII), essa può in virtù del CDS “*attenuare il rischio di credito sostituendo al fattore di ponderazione di rischio del soggetto finanziato il più basso fattore di ponderazione di rischio inerente alla entità che ha emesso il c.d.s., purché tale entità disponga di una valutazione del merito di credito di una agenzia di rating.*”.

Ma, come Barcellona giustamente evidenzia, la valutazione di un’agenzia di rating *non costituisce certo una qualificazione sufficiente per una adeguata “ponderazione di rischio inerente alla entità che ha emesso il c.d.s.”* (7).

Critiche simili, ancorché in forma più problematica, vengono mosse al mercato dei CDS dal Muñoz il quale considera questi contratti idonei, più che a trasferire, a celare i rischi di credito entro un ristretto ambito di “*shadow banking*” sino a farli (apparentemente) scomparire: “*so successful were credit derivatives in shifting credit risks that in the end nobody knew where those risks were*” (8). L’ombra dello “*shadow banking*” favorisce l’estendersi e l’autoalimentarsi del rischio con il reiterarsi dei CDS e il conseguente moltiplicarsi dei soggetti aventi diritto alla protezione dal medesimo rischio. Talché, se poi il rischio si materializza nell’evento (il *credit event*), come gli acquirenti di protezione scorrelati dal debitore (ente di riferimento) si aspettano (e sperano), l’importo totale degli indennizzi dovuti ai sensi di tutte le protezioni accordate sarà di entità del tutto sproporzionata all’entità del danno effettivamente verificatosi (l’inadempienza del debitore di riferimento) con potenziali gravi danni anche per il mercato nel suo insieme.

È peraltro da sottolineare che i rilievi critici, sopra richiamati, hanno per oggetto il trasferimento del rischio di credito eseguito in base a quei contratti (speculativi) di CDS nei quali il compratore di protezione è scorrelato dall’Ente di Riferimento e specula (spera) sulla sua insolvenza; mentre il venditore della protezione punta al contrario sulla sua solvibilità.

(7) Cfr. BARCELLONA, (nt. 6), 671 ss. Per un richiamo completo alle fonti rilevanti ai fini dell’ordinamento italiano, cfr. BANCA D’ITALIA, (nt. 2), 67 e 68.

(8) Cfr. RAMOS MUÑOZ, (nt. 5), 290.

Non sarebbero invece pertinenti con riferimento a quelle situazioni, evidenziate in particolare dal Caputo Nasseti, nelle quali la finalità del *credit default swap* è di contribuire a rendere liquide le attività dell'intermediario finanziario (banca acquirente della protezione) le quali, ancorché sussistenti, si trovano in una situazione di illiquidità che potrebbe minacciare la stabilità finanziaria dell'intermediario stesso nonostante l'eccedenza dei suoi attivi rispetto alle sue passività. In queste situazioni il *CDS* non ha la finalità speculativa, e potenzialmente eversiva, evidenziata dalla citata dottrina. In questo contesto, come spiega il Caputo Nasseti, il *CDS* pare caratterizzato invece da una funzione economico-sociale meritevole di piena tutela anche da parte dell'ordinamento giuridico italiano in quanto si tratta di una funzione stabilizzatrice del sistema bancario e finanziario analoga e integrativa di quella svolta dalle attività di vigilanza⁽⁹⁾.

Quest'ultima valutazione sembra ritenuta ammissibile dal Barcellona limitatamente ai casi di *CDS* nei quali l'acquirente di protezione è titolare (come nel caso della banca *originator*) del credito oggetto della protezione stessa⁽¹⁰⁾.

6. *Caratteristiche peculiari della cartolarizzazione sintetica.* — Le critiche al *CDS* richiamate al paragrafo precedente non sembrano incidere, ad ogni modo, sulla cartolarizzazione sintetica, nella quale il *CDS* è utilizzato allo scopo, non certo speculativo, di pervenire, tramite l'emissione delle *c.l.n.* da parte del veicolo, al *frazionamento* o parcellizzazione del rischio *effettivo*, che rimane *solo* quello trasferito della banca *originator*. Qui si tratta di un rischio di credito sottostante *reale* (non ipotizzato o replicato contrattualmente) riguardante *l'effettivo titolare* del credito (la banca *originator* appunto) che, in virtù della cartolarizzazione sintetica, acquista da una base allargata di fornitori, anziché da un fornitore unico, la protezione dal *proprio* rischio di credito, rischio la cui collocazione sul mercato viene così agevolata. In quanto occorra è possibile prevedere nello stesso contratto di *CDS* il divieto per l'*originator* di reiterare l'acquisto della protezione. Questo rischio viene così trasferito dalla banca, unica titolare del relativo credito, ad una molteplicità di soggetti ciascuno dei quali è però destinatario di una *frazione* soltanto di *quel* rischio che la banca cede nella sua interezza. Il rischio insomma, lungi dal venire artificialmente moltiplicato, viene invece frazionato onde consentirne la protezione da una base allargata del mercato (reale).

⁽⁹⁾ Cfr. CAPUTO NASSETTI, (nt. 6), 2011, 443 ss.

⁽¹⁰⁾ Ad avviso del Barcellona l'argomento del CAPUTO NASSETTI "prova troppo ... potrebbe valere per i credit derivatives stipulati a fronte di rischi di credito già presenti nel patrimonio del *protection buyer* ... mentre nel caso di rischi creditizi cui il *protection buyer* è estraneo ... il parallelo tra derivati creditizi e fini istituzionali delle banche centrali ... pare del tutto infondato". Cfr. BARCELLONA, (nt. 6), 662-63, (nt. 20).

Una caratteristica ulteriore della cartolarizzazione sintetica, al pari della cartolarizzazione tradizionale, è la segmentazione (c.d. *tranching*), in funzione del profilo di rischio attribuito alle *c.l.n.* emesse (le c.d. *asset backed securities* o *ABS* nelle cartolarizzazioni tradizionali) ⁽¹¹⁾. A questo fine il prospetto informativo distingue differenti fasce di *c.l.n.* in *junior*, *mezzanine* e *senior* e anche differenti gradi di rischiosità all'interno delle *c.l.n. mezzanine* ⁽¹²⁾. Pertanto, mediante la sottoscrizione delle *c.l.n.* emesse dal veicolo, i fornitori della copertura sono in grado di scegliere non soltanto sotto il profilo quantitativo ma anche sotto quello qualitativo, l'entità e il grado di rischio per il quale intendono fornire la protezione, ricevendo in corrispettivo la loro quota di premio in funzione del numero e della qualità delle *c.l.n.* sottoscritte.

Quando invece il rischio viene trasferito esclusivamente in base al contratto di *CDS* (senza il tramite dello *SPV*) la frammentazione e il *tranching* diventano problematici. Non è agevole per una banca acquisire la protezione da un numero indeterminato di controparti le quali, anche indipendentemente dalla complicazione dell'eventuale negoziato multilaterale, sarebbero, in caso di *credit event*, da "rincorrere" per ottenere da ciascuna l'assai poco spontaneo adempimento degli impegni rispettivamente assunti. D'altra parte, appare costoso reperire controparti disponibili a finanziare direttamente l'acquirente consegnandogli il controvalore della copertura e così assumendo il rischio dell'acquirente stesso *in aggiunta* al rischio del credito di riferimento (c.d. *sub-participation*). È evidente che in tal caso i costi e la struttura stessa del contratto si complicano rendendolo più oneroso per la banca acquirente della protezione. Risulta del pari evidente il vantaggio per la banca, che intende acquisire la protezione dal rischio di propri crediti, di poter disporre dell'opzione di un accesso diretto al mercato libero per il tramite dello *SPV*, in alternativa al semplice contratto di *CDS* stipulato — nell'ambito di una cerchia ristretta — con un altro intermediario bancario o finanziario.

Insomma, laddove il *CDS* assolve la funzione di trasferire il rischio da una banca *originator*, titolare del relativo credito, a uno *SPV*, regolato e vigilato, che *non* lo assume a proprio carico né tantomeno lo moltiplica, ma al contrario lo fraziona e distribuisce, in base al programma pubblicato dal prospetto informativo, a un'area allargata di sottoscrittori di *c.l.n.* emesse dallo *SPV* medesimo, e destinate alla libera circolazione sul mercato, le citate preoccupazioni della dottrina non avrebbero motivo di manifestarsi ⁽¹³⁾.

⁽¹¹⁾ Cfr. BANCA D'ITALIA, (nt. 2), 65 ss.

⁽¹²⁾ Vedi ancora FABBRI, (nt. 5), 57 ss.; cfr. anche TAROLLI, (nt. 6), 7 ss.

⁽¹³⁾ Un ulteriore motivo di tranquillità per i sottoscrittori delle *c.l.n.* è costituito dal requisito di vigilanza in virtù del quale "la banca cedente mantenga nell'operazione di cartolarizzazione un interesse pari al 5% delle attività cartolarizzate": cfr. BANCA D'ITALIA, *Mantenimento di interesse nella cartolarizzazione dei crediti*, Roma, 2011, 94.

La cartolarizzazione sintetica rende *certa* l'uscita di cassa per i sottoscrittori e quindi la protezione per la banca originator acquirente. Diventano pertanto inutili (per la banca) e impraticabili (per i sottoscrittori) le varianti bilancistiche basate su presunte variazioni del rischio di controparte (per la banca) o su discrezionali rettifiche del “*fair value*” del rischio assunto (per i sottoscrittori). Queste discrezionalità contabili sono possibili per le parti dei contratti di *CDS* in virtù dei quali la protezione è fornita e acquistata su base esclusivamente consensuale (non finanziata). Ma la cartolarizzazione sintetica, proprio perché cartolarizzazione, è per sua natura *finanziata*. La cartolarizzazione (*securitization*) implica per definizione l'emissione di titoli (*securities*) e pertanto il versamento del controvalore.

La cartolarizzazione sintetica, come è stato esattamente osservato ⁽¹⁴⁾, scaturisce dal collegamento tra il derivato creditizio — *CDS* — e la cartolarizzazione tradizionale la quale è per sua natura *finanziata* (*funded*) ⁽¹⁵⁾.

La cartolarizzazione sintetica pertanto, lungi dall'agevolare un oligopolio ristretto di gestori (e “prezzatori”) dei rischi di credito, costituisce invece un efficace strumento di *disintermediazione* che stana lo *shadow banking* e lo porta alla luce, se non del sole quanto meno del mercato. In altri termini, è ben vero che con il *CDS* il settore bancario (regolato e vigilato) può trasferire il *rischio* di credito non al mercato ma piuttosto allo *shadow banker*, che regolato e vigilato *non* è e può pertanto moltiplicare le parti a cui offre la protezione e disporre di una discrezionalità contabile che pregiudica la trasparenza e agevola la speculazione. Ma è altrettanto vero che, in virtù della cartolarizzazione sintetica, derivante dal collegamento del *CDS* con la cartolarizzazione tradizionale, lo *shadow banker* viene *disintermediato* perché obbligato, se interessato ad acquisire il rischio di credito, a concorrere ad armi pari sul mercato al quale, tramite l'emissione delle *c.l.n.*, il rischio viene offerto e distribuito direttamente. E sul (reale e libero) mercato dei capitali ognuno tocca con mano il rischio che assume perché obbligato, a fronte della sottoscrizione delle *c.l.n.*, a *consegnare* a mani dell'acquirente della protezione (*SPV*) l'importo corrispondente alla protezione stessa; in altre parole il sottoscrittore consegna *subito* il prodotto che vende *senza* peraltro accollarsi il rischio (scomodo) della mancata restituzione dall'acquirente qualora il *credit event* non si verifichi alla scadenza.

Con la cartolarizzazione sintetica il mercato torna insomma a fare il suo mestiere: si certificano i costi e si evidenzia, mediante il requisito del pagamento alla sottoscrizione dei titoli, l'entità massima della protezione

⁽¹⁴⁾ Cfr. BELL e DAWSON, (nt. 5), 550-51.

⁽¹⁵⁾ In ogni caso deve essere finanziata ai sensi della legge italiana: cfr. art. 1 l. 130/99.

ceduta e quindi del rischio assunto (che non comprende il rischio della banca *originator*). Questi costi e questi rischi tendono invece a celarsi nell'ombra (del c.d. *shadow banking*) quando vengono scambiati su base non finanziata (*unfunded*) nell'ambito di una ristretta cerchia oligopolistica dominata da alcuni *players* intermediari i quali si "proteggono" da rischi che non hanno, o vendono protezioni a soggetti che non ne hanno bisogno ma puntano, in realtà, al "default" dell'entità di riferimento; con conseguenze potenzialmente dirompenti ⁽¹⁶⁾.

È infine evidente il vantaggio per le banche di disporre anche dell'opzione di cedere i rischi senza i crediti cui si riferiscono e così mantenere il rapporto diretto con la clientela affidata e contestualmente liberare patrimonio di vigilanza senza cedere i crediti corrispondenti.

In conclusione, non solo non emergono controindicazioni, ma appare al contrario altamente auspicabile, ai fini della ripresa di una trasparente attività bancaria, che al veicolo (la società di cartolarizzazione *ex art. 3 L. 130/99*) sia consentita anche la stipulazione di *CDS* al fine della cartolarizzazione sintetica.

7. *La cartolarizzazione riassicurativa.* — Di struttura sostanzialmente analoga alla cartolarizzazione sintetica è la cartolarizzazione riassicurativa che può considerarsi una cartolarizzazione sintetica di rischi assicurativi anziché di rischi di credito bancario. Il veicolo di cartolarizzazione riassicurativa è espressamente previsto dalla direttiva europea n. 68/2005 sulla riassicurazione.

All'art. 2 la direttiva definisce "*società veicolo qualsiasi impresa, diversa da un'impresa di assicurazione o di riassicurazione esistente, che assume i rischi ceduti da imprese di assicurazione o riassicurazione e che finanzia integralmente [fully funds] la sua esposizione a tali rischi mediante l'emissione di titoli o altri strumenti finanziari per cui i diritti di rimborso dei detentori di tali titoli o di altri strumenti finanziari sono subordinati agli obblighi di riassicurazione di detta società veicolo*".

Alle società veicolo riassicurative viene così attribuita, in quanto concorrenti delle società di riassicurazione tradizionali nella prestazione dei medesimi servizi, una funzione calmierizzatrice dei costi di riassicurazione. E la compagnia di assicurazione o di riassicurazione, che intenda trasferire una parte dei rischi assunti, è così messa in grado di scegliere non soltanto tra le offerte provenienti da riassicuratori tradizionali, che negoziano da posizioni di forza se non di oligopolio, ma anche di mettere a

⁽¹⁶⁾ L'espressione "*shadow banking*" è ricorrente in RAMOZ MUÑOZ, (nt. 5), 283 ss.; BARCELONA preferisce invece fare riferimento all'illusione dogmatica del "banchiere sistemico [del quale] in conclusione non si vede neanche l'ombra" cfr. (nt. 6), 685.

confronto tali offerte con quelle provenienti dal mercato cui l'assicuratore/riassicuratore ha accesso diretto per il tramite del veicolo riassicurativo.

Analogamente alla cartolarizzazione sintetica originata dalle banche, anche le compagnie di assicurazione/riassicurazione hanno così l'opportunità, in alternativa alla copertura offerta dai riassicuratori professionali, di frazionare la protezione richiesta ottenendola direttamente dal mercato dei capitali per il tramite del veicolo riassicurativo che si finanzia emettendo i titoli. E anche qui i sottoscrittori dei titoli, in quanto tenuti al versamento integrale dei titoli sottoscritti, hanno la percezione piena e trasparente del rischio che riassicurano, rischio che non potrà comunque eccedere, nel peggiore dei casi, la perdita dell'importo versato. Una situazione, insomma, sostanzialmente analoga e corrispondente a quella dei sottoscrittori delle *c.l.n.* emesse dal veicolo di cartolarizzazione sintetica, come sopra descritto con riferimento alla cessione del rischio del credito bancario. E il *CDS* tra banca *originator* e *SPV* svolge una funzione ed ha una struttura analoga a quella del contratto di riassicurazione tra compagnia di assicurazione (o riassicurazione) e veicolo riassicurativo ⁽¹⁷⁾.

È da sottolineare che la direttiva non soltanto non prevede ma significativamente esclude la possibilità di cartolarizzazione riassicurativa non finanziata. Il finanziamento integrale (*full funding*) del rischio assunto è espressamente richiesto dal citato art. 2 della direttiva stessa. Non potranno pertanto ripetersi, in ambito comunitario, gli sgradevolissimi malintesi nei quali ebbero ad incorrere nel secolo scorso quei membri dell'*establishment* britannico, proprietari di palazzi o di altre prestigiose ma costose dimore gentilizie di città e di campagna, che erano riusciti a farle rendere (anziché costare) sottoscrivendo con i Lloyds di Londra accordi di (ri)protezione da rischi catastrofali. A fronte di questi impegni, e dei premi percepiti in corrispettivo degli impegni stessi, questi proprietari non erano tenuti a versare né investire alcunché. Bastava una (apparentemente) innocua annotazione nei registri immobiliari, il cui costo era a carico degli stessi Lloyds, compratori della protezione. Salvo l'amarissimo risveglio quando, a causa di una sfortunata serie di coincidenze catastrofali, i Lloyds si presentarono a batter cassa espropriando senza indugio gli immobili concessi in protezione. E a poco valsero contestazioni di *mala gestio* o di incapacità o inettitudine, con le conseguenti (vane) azioni in giudizio.

Vale la pena aggiungere che la normativa francese, che recepisce la direttiva comunitaria, abilita la medesima società di cartolarizzazione (*organisme de titrisation*) ad acquisire il finanziamento integrale sia per l'acquisto di crediti (cartolarizzazione tradizionale), sia per la copertura di

⁽¹⁷⁾ Sul collegamento della cartolarizzazione con l'attività assicurativa e riassicurativa, e in particolare sulla contiguità tra cartolarizzazione sintetica e cartolarizzazione riassicurativa, cfr. RAMOS MUÑOZ, (nt. 5), 289 ss.

rischi di credito (cartolarizzazione sintetica), sia per la copertura dei rischi assicurativi, mediante la costituzione di un patrimonio separato (*compartment*) per ciascuna operazione⁽¹⁸⁾. Viene così recepita dal legislatore francese l'analogia di scopi e di funzioni tra cartolarizzazione sintetica bancaria e assicurativa.

Il legislatore germanico, dal canto suo, ha recepito la direttiva comunitaria con normativa interna del 28 maggio 2007, la quale prevede la cartolarizzazione riassicurativa da parte di veicoli costituiti *ad hoc*, ai sensi della direttiva stessa.

8. *Inerzie parallele del legislatore. Il pregiudizio per il nostro sistema finanziario.* — Emerge da quanto precede che la funzione (copertura dal rischio) svolta per le banche dal veicolo di cartolarizzazione sintetica è sostanzialmente analoga a quella svolta per le assicurazioni dal veicolo di riassicurazione. Ma emerge anche un parallelismo di fatto tra l'inerzia del nostro legislatore in tema di cartolarizzazione sintetica e la sua inerzia nell'attuazione della direttiva CE 68/2005 sulla riassicurazione. Vi è stato un *principio* di attuazione costituito dall'inserimento nel Codice delle Assicurazioni Private dell'art. 57-*bis* (con il d. lgs. 56/2008) cui però *non* ha fatto seguito l'emanazione del regolamento di attuazione che pure è espressamente previsto dal 57-*bis* medesimo. L'inerzia normativa in tema di cartolarizzazione sintetica è di pregiudizio alla ripresa dell'attività bancaria, come si è visto. Similmente la mancata attuazione della direttiva riassicurativa pregiudica le nostre compagnie di assicurazione. Sia le banche sia le compagnie di assicurazione sono private — quantomeno nell'ambito del nostro ordinamento — di uno strumento *autonomo* di mitigazione dei rispettivi rischi (bancari o assicurativi), alternativo alla cessione su base meramente contrattuale del rischio a controparti bancarie e riassicurative. Ne consegue anche una maggiore fragilità della posizione negoziale delle nostre banche e assicurazioni nel trattare le mitigazioni dei rischi con le proprie controparti (bancarie, assicurative o fondi che siano) rispetto alle banche e assicurazioni costituite nei principali ordinamenti concorrenti, le quali dispongono di questo strumento alternativo di disintermediazione che ne rafforza la libertà di manovra e quindi la leva negoziale.

COSIMO RUCELLAI

⁽¹⁸⁾ Cfr. artt. I 214/42/1, I 214/43 del *Code monétaire financier* modificati rispettivamente in data 15 giugno 2008 e 22 ottobre 2010. Cfr. al riguardo RAMOS MUÑOZ, (nt. 5), 289 ss.