

OVERVIEW SULLE OPERAZIONI DI FINANZA STRUTTURATA

-

FOCUS SULLE CARTOLARIZZAZIONI

* * *

La finanza strutturata rappresenta un ambito complesso e strategico nel panorama finanziario contemporaneo, giocando un ruolo cruciale nell'alimentare la crescita economica attraverso una gestione efficiente delle risorse.

Questo paper si pone l'obiettivo di fornire una visione generale sui principali aspetti delle operazioni rientranti in tale ambito, fornendone i tratti chiave relativi alle varie fasi, ai soggetti e gli interessi ivi coinvolti. In particolare, ci concentreremo su tre delle manifestazioni più significative della finanza strutturata: leveraged buy-out (LBO), project finance e securitization.

Grande attenzione verrà attribuita a quest'ultima e alle sue implicazioni economiche e regolamentari. Pertanto, al termine di una prima parte dedicata alla trattazione teorica, sarà presentato un case study focalizzato su un'operazione di cartolarizzazione realizzata di recente.

Attraverso questa analisi, cercheremo di applicare i concetti teorici esaminati in precedenza alla pratica, offrendo una prospettiva il quanto più possibile concreta sulle dinamiche e la struttura operativa di questa tipologia di operazioni.

INDICE

| | |
|--|-----------|
| I. Market overview e inquadramento delle operazioni di structured finance | 3 |
| a. Inquadramento storico | 3 |
| c. Le diverse branche della finanza strutturata | 5 |
| II. Leveraged Buy-out | 7 |
| a. Trattati essenziali dell'operazione di LBO..... | 7 |
| b. Criteri per la buona riuscita di un'operazione di LBO | 9 |
| c. Le fasi di un'operazione di LBO..... | 10 |
| III. Project Finance | 14 |
| a. Trattati fondamentali della disciplina | 14 |
| b. I principali attori nel project financing | 15 |
| c. La struttura del Project Finance..... | 17 |
| d. Motivi della popolarità della struttura di Project Finance..... | 19 |
| e. Analisi dei potenziali rischi | 20 |
| IV. Securitization..... | 23 |
| a. Trattati generali della cartolarizzazione..... | 23 |
| b. I soggetti coinvolti | 24 |
| c. Struttura di una cartolarizzazione | 29 |
| d. Aspetti normativi..... | 30 |
| e. Cartolarizzazioni pubbliche e private..... | 32 |
| V. Case Study | 34 |
| a. Introduzione | 34 |
| b. I principali soggetti coinvolti nell'Operazione..... | 35 |
| c. Il portafoglio di crediti | 37 |
| d. La figura del servicer e le politiche di riscossione | 39 |
| e. I cash-flows | 40 |
| f. L'emissione dei titoli..... | 41 |
| g. Orders Of Priority..... | 43 |
| h. Transaction Documents..... | 44 |
| VI. Bibliografia..... | 48 |

I. MARKET OVERVIEW E INQUADRAMENTO DELLE OPERAZIONI DI STRUCTURED FINANCE

a. *Inquadramento storico*

Con il termine “finanza strutturata” si fa riferimento ad un ampio spettro di operazioni finanziarie che si fondano su un'architettura alternativa rispetto a quella tradizionale, mirando a creare una forma di approvvigionamento di liquidità diversificata e beneficiando di strategie di ripartizione del rischio.

Inizialmente concepita per aggregare e distribuire i rischi associati a una varietà di *assets*, la finanza strutturata ha assunto un ruolo di rilievo nell'evoluzione dei mercati globali. Ha dato origine a titoli apparentemente sicuri, ma ha anche generato dibattiti sulla gestione dei rischi e sulla stabilità finanziaria.

La rivoluzione della finanza strutturata è strettamente legata a un cambio generazionale avvenuto a Wall Street negli anni '70. In particolare, i banchieri dell'epoca, tra cui alcune figure chiave come Henry Kravis, George Roberts, Jerome Kohlberg, Michael Milken, Lewis Ranieri e Steven Hazy, hanno giocato ruoli centrali e profondamente determinanti nell'innovazione del settore.

Nondimeno, l'evoluzione della regolamentazione bancaria negli Stati Uniti ha contribuito all'accelerazione della finanza strutturata. L'allentamento delle regolamentazioni negli anni '70 ha semplificato la strutturazione di prodotti di debito e ha ampliato la gamma di strumenti finanziari che le banche potevano offrire alle compagnie assicurative e ai fondi pensione.

Gli anni '80 hanno portato significativi cambiamenti tecnologici con l'introduzione di personal computer e software avanzati come Lotus 1-2-3 e Microsoft Excel. Il terminale Bloomberg LP ha fornito un accesso senza precedenti alle informazioni finanziarie, agevolando ulteriormente lo sviluppo del settore.

Nello stesso periodo, crescente interesse da parte delle imprese è stato registrato in merito ai prodotti strutturati. L'aumento della domanda è stato dunque un altro elemento chiave nell'ascesa delle operazioni in questione.

In sintesi, la finanza strutturata è emersa come risposta a una combinazione di cambiamenti generazionali, sviluppi tecnologici, deregolamentazione e crescente domanda aziendale per soluzioni finanziarie innovative.

b. *Operazioni di finanza strutturata*

Ai fini del presente elaborato, vengono enucleati all'interno della definizione di finanza strutturata le operazioni basate su *cash flow* derivanti da *assets* apportati all'interno di un veicolo societario¹ costituito *ad hoc* per l'operazione in questione, c.d. *special purpose*

¹ Le *special purpose vehicle companies*, secondo la legge italiana 130/1999, sono società costituite per la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione. Questa legge in particolare si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri. Ex art.3 co.1 L.130/1999 si tratta di

vehicle/company (“SPV” o “SPC”). Quest’entità, la cui essenza è proprio quella di isolare i potenziali rischi derivanti dall’operazione, gode di un patrimonio autonomo e svincolato rispetto a quello dei promotori, e alla stessa fanno capo i diritti e le obbligazioni assunte.

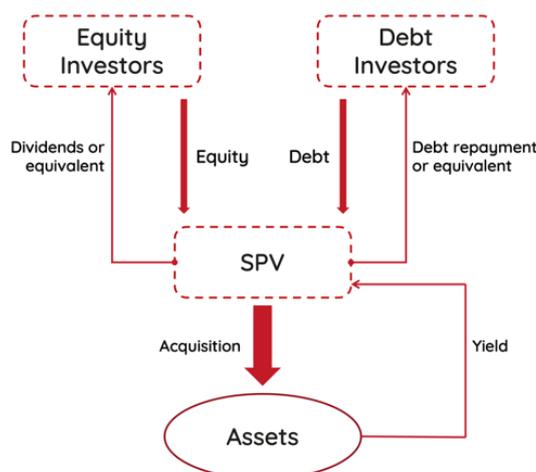


Figura I.1 – Struttura semplificata di un’operazione di finanza strutturata

Le ragioni del successo di queste pratiche sono molteplici e riconducibili a cause di natura finanziaria e di regolamentazione.

Dal punto di vista finanziario, con particolare riferimento alle operazioni di cartolarizzazione, la creazione di una società veicolo per acquisire un credito del soggetto cd. *sponsor*, consente di isolare il rischio di credito, nonché di ottenere maggior liquidità. L’acquisto del credito viene finanziato attraverso l’emissione di titoli obbligazionari collaterali² (dette *collateral debt obligations* (CDO), le quali possono poi essere diversificate in base alla natura del sottostante³), il cui rendimento, variabile a seconda del grado di rischio del portafoglio⁴, viene pagato grazie ai flussi di cassa derivanti dal soddisfacimento del credito. Il debito viene emesso a livello di SPV, garantendo così che i creditori non abbiano alcun diritto ad agire nei confronti dello *sponsor* nel caso in cui i debitori siano inadempienti.

società che hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti, ossia hanno il compito di acquisire, gestire e valorizzare i beni posti a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione.

Il comma 2 del medesimo articolo dispone che la SPV sia un’entità completamente separata dall’emittente e che su tale patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l’acquisto dei crediti stessi.

Infine, secondo la L. 130/1999, art. 3 co. 3, le società veicolo destinate alla cartolarizzazione dei crediti devono essere costituite in forma di società di capitali.

² In tema di cartolarizzazioni, si suole parlare generalmente di *asset backed securities* (ABS), le quali possono essere quotate sul MOT (Mercato Telematico Obbligazionario) nel caso in cui siano presenti i seguenti requisiti: (i) ogni emissione relativa ad una operazione di cartolarizzazione abbia un valore nominale di almeno € 50 milioni; (ii) le ABS siano sufficientemente diffuse presso il pubblico o presso gli investitori istituzionali in modo da garantire un regolare funzionamento del mercato; (iii) le ABS siano sottoposte a valutazione da almeno una agenzia di *rating* con giudizio di livello investment grade.

³ Si avranno, per esempio, CBO (*collateralized bond obligations*), nel caso in cui il sottostante sia un portafoglio obbligazionario, o CMO (*collateralized mortgage obligations*), laddove il sottostante sia costituito da un portafoglio di prestiti o mutui, o CLO (*credit loan obligations*), se il sottostante è costituito da crediti bancari.

⁴ Si tenga presente che, laddove il sottostante sia costituito da un *pool* di diversi strumenti finanziari, il grado di rischio degli ABS è inferiore, in quanto è maggiore il grado di diversificazione.

Gli altri beni posseduti e controllati dall'investitore rimangono impignorabili dai creditori ai fini del pagamento del debito assunto dal SPV. Questo sistema offre maggiore sicurezza agli investitori, i quali possono separare i loro investimenti: per questa ragione questi tipi di *assets* sono noti come *ring-fenced*.

Si tenga poi presente che, spesso, i titoli emessi dal SPV sono suddivisi in *tranches*, con conseguente diversificazione del grado di rischio e del rendimento. Infatti, gli investitori che hanno sottoscritto i titoli emessi dal SPV vengono remunerati secondo un meccanismo cd. *waterfall*, in base al quale hanno precedenza nel pagamento delle cedole gli investitori delle *tranche senior*, poi quelli delle *tranche mezzanine* (o *junior*) e, infine, quelli delle *tranche equity* (o *subordinated*). Al contrario, in caso di insolvenza, i primi a sopportare le perdite e la decurtazione del rimborso saranno gli investitori delle *tranche equity*: laddove, invece, il valore delle perdite sia superiore al valore di detta *tranche*, a essere colpite successivamente sarebbero, in ordine, le *tranche mezzanine* e quelle *senior*⁵. Avendo quindi rischi diversi, ciascuna *tranche* ha un *rating* diverso (da AAA a CCC).

Cedere il credito a favore di una SPV è inoltre un metodo per isolare i rischi ed i flussi di cassa derivanti dal portafoglio sottostante. Se, infatti, l'attività da finanziare genera *cash flow* stabili, isolare l'attività in una SPV e sfruttare la sua qualità creditizia massimizza l'effetto leva, garantendo maggior efficienza rispetto al caso in cui le stesse attività venissero mescolate con *assets* a rendimento inferiore. Questo è altamente evidente anche nelle operazioni di LBO (*leveraged buy-out*), in cui la struttura finanziaria della NewCo è costituita solo in minima parte da *equity*, con conseguente massimizzazione del rapporto di indebitamento⁶ (attraverso prestiti a termine con le banche, il *mezzanine financing* o l'emissione di appositi strumenti finanziari⁷) grazie alla garanzia dei futuri flussi di cassa derivanti dall'acquisizione e successiva fusione del veicolo con la società *target*.

In più la finanza strutturata offre ai creditori un'esposizione diretta ai soli rischi a cui si sentono propensi. Invece di finanziare una grande società con varie attività, alcune delle quali potrebbero non essere attraenti per gli investitori, questi possono optare per il finanziamento di uno SPV che detiene un'attività specifica.

c. Le diverse branche della finanza strutturata

La definizione precedentemente fornita permette di includere all'interno della fattispecie individuata una serie di operazioni assai diffuse sul mercato. In particolare, nel corso del presente elaborato verranno analizzate le tre seguenti tipologie di operazione:

- (i) Il **Leveraged Buy-Out (LBO)**, o acquisizione con leva finanziaria, è una tecnica di acquisizione che combina il capitale proprio e il debito per acquistare una società. Questa pratica ha guadagnato popolarità negli anni '80 insieme ad altre forme di finanza strutturata. Gli LBO coinvolgono l'utilizzo di una società veicolo (SPV o NewCo) finanziata tramite debito e capitale proprio per acquisire

⁵ Naturalmente, a fronte del rischio di credito, l'investitore potrà sottoscrivere in aggiunta un *credit default swap* (CDS).

⁶ Tendenzialmente, la leva finanziaria viene espressa come multiplo dell'EBITDA.

⁷ Tipicamente, nelle operazioni di media-grande taglia si prevedono più *tranches*, con conseguente distinzione tra finanziamenti *senior* e *junior*.

la società *target*, che diventa una controllata del SPV. L'estinzione del debito avviene per mezzo degli *assets* in capo alla società *target* ed i *cash flow* dalla stessa generati. Spesso, tale operazione avviene nel contesto delle operazioni di fusione, con conseguente incorporazione della *target* nel SPV.

- (ii) Il **project finance** ha origini nel XIX secolo con il finanziamento di progetti nel settore delle risorse naturali, ma ha guadagnato importanza dagli anni '70, espandendosi a settori come energia, infrastrutture e telecomunicazioni. Questo approccio finanziario specializzato si concentra sulla strutturazione e l'ottenimento di finanziamenti, sempre a mezzo di una SPV, per progetti di investimento di ampia portata e lunga durata.
- (iii) La **securitization** o cartolarizzazione è un processo finanziario complesso che coinvolge la trasformazione di *assets* finanziari, quali per esempio prestiti ed obbligazioni, in titoli negoziabili sul mercato. Questo meccanismo è stato concepito con l'obiettivo di mitigare i rischi associati a portafogli eterogenei, consentendo agli emittenti di cedere gli *assets* ad apposite società veicolo (SPV), entità legali distinte che detengono e gestiscono tali attività, finanziando l'operazione attraverso l'emissione di titoli garantiti da un collaterale costituito dagli stessi *assets* acquistati.

* * *

II. LEVERAGED BUY-OUT

a. *Tratti essenziali dell'operazione di LBO*

Il *Leveraged Buy-Out* (“LBO”) è una tecnica di acquisto di una partecipazione (totalitaria o di controllo) di una società, di un’azienda, di un ramo d’azienda o di un gruppo di attività, che ha come caratteristica quella di ricorrere prevalentemente al capitale di debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto.

Questa pratica, nata negli Stati Uniti tra gli anni ’60 e ’70, e sviluppatasi maggiormente all’inizio degli anni ’80, è caratterizzata dall’utilizzo da parte della società acquirente della c.d. leva finanziaria (come infra definita), andando a incrementare fortemente il rapporto tra debito e capitale della società acquisita (“Società Target”).

Le operazioni di LBO, largamente presenti nella pratica internazionale, favoriscono uno sviluppo interno della *corporate governance* e un sempre maggiore sfruttamento delle risorse sociali, ma, contemporaneamente, considerato il preponderante ruolo assunto dal capitale di debito, sono altresì segnate da un forte livello di rischio dovuto agli squilibri che vanno a crearsi all’interno del sistema finanziario della Società Target.

Lo schema più classico di operazione di LBO prevede la costituzione di una apposita società veicolo (di seguito la “NewCo” o “BidCo” o “SPV”) con modesto capitale sociale, la quale ottiene un cospicuo prestito al fine di acquisire la società identificata come *target*. Il capitale è conferito dall’acquirente interessato alla Società Target, mentre il finanziamento è fornito da banche o investitori specializzati in strumenti di debito: l’esatta ripartizione tra i due elementi dipende dal tipo di Società Target, ma anche dalle condizioni di mercato al momento della transazione.

Una volta acquisito il controllo della Società Target da parte della NewCo, viene deliberata la fusione per incorporazione⁸ (si parla allora di MLBO, ossia *Merger Leveraged Buy-Out*). Il prestito da questa ottenuto è rimborsato con gli utili futuri della società bersaglio incorporata ovvero con la vendita di rami dell’azienda o di *assets* non strategici. È fondamentale che la Società Target presenti un basso livello, pre-acquisizione, di leva finanziaria e un’elevata capacità di generare flussi di cassa, affinché la nuova entità derivante dalla fusione sia in grado. Infatti, il processo di LBO consente l’acquisizione di un’azienda contribuendo solo a una frazione limitata del valore complessivo della Società Target, mentre il saldo è erogato dai finanziatori.

La NewCo, veicolo utilizzato per portare a termine l’operazione, altro non è che una “scatola vuota”, e le possibilità di riuscita dell’operazione dipenderanno dalla sussistenza di attività sufficienti della Target in misura tale da poter sostenere il debito che la NewCo ha

⁸ Questo modello, a seguito della riforma del diritto societario (d.lgs. 6/2003), ha ricevuto espresso riconoscimento nella disciplina societaria italiana, con l’introduzione dell’art. 2501-bis c.c. Precedentemente, si dubitava in dottrina e giurisprudenza circa l’ammissibilità dell’operazione alla luce di quello che era il dettato del vecchio art. 2358 c.c. Ciononostante, parte della dottrina, anche prima della riforma, ha negato l’incompatibilità di detta operazione con il precedente divieto dell’art. 2358 c.c., dal momento che in caso di LBO la società target non fornisce prestiti o garanzie per l’acquisto delle azioni proprie, ma è la NewCo che si indebita garantendo la solvibilità del debito con i successivi flussi di cassa provenienti dai dividendi ad essa spettanti a seguito del completamento dell’acquisizione.

assunto al fine dell'acquisizione stessa. È in questi termini che viene sfruttata la leva finanziaria.

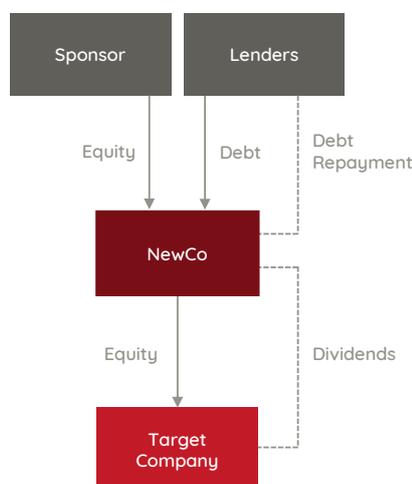


Figura II.1 – La classica struttura di LBO

Al di là della specificità tecniche, le operazioni di LBO vengono classificate in maniera differente sulla base dei soggetti che prendono effettivamente parte all'acquisizione:

- (i) *Management Buyout* (“MBO”), si parla di MBO laddove è il *management* della stessa società Target a prendere parte all'LBO, eventualmente anche coadiuvato da finanziatori terzi (*financial sponsors*). Sarà dunque l'apparato amministrativo che già gestiva la società precedentemente al LBO ad assumere la ulteriore qualifica di manager-imprenditori. Questa struttura ha altresì la funzione di incentivare l'operato degli amministratori, allineando i loro interessi con quelli della società.
- (ii) *Management Buy-in* (“MBI”), ove gli acquirenti non ricoprivano cariche all'interno alla società prima dell'operazione, ma diventano manager a seguito del LBO. Sovente, ciò avviene in corrispondenza della fine di un ciclo generazionale all'interno della società. In particolare, con riguardo alle PMI, qualora, ove il fondatore non riesca a individuare un successore, la compagnia viene messa sul mercato, e, conseguentemente, acquisita da soggetti estranei alla stessa.
- (iii) *Buy-in management buyout* (“BIMBO”), risiede a metà tra le precedenti due tipologie. Nel processo, infatti, manager interni ed esterni alla Società Target collaborano nell'acquisizione. Questa forma è volta a favorire un più cauto processo di transizione a seguito del *buyout*, ove i nuovi arrivati forniscono nuove competenze ed esperienza, mentre il preesistente management garantisce una migliore interpretazione delle dinamiche e del contesto nel quale la società opera.

Tra i potenziali compratori, si distinguono due categorie: gli acquirenti individuali e le società di LBO. Queste ultime sono entità finanziarie specializzate nell'acquisizione di aziende tramite *leveraged buy-out*, una tecnica che consiste nel raccogliere fondi da investitori

terzi (fondi pensione, compagnie di assicurazione, ecc.) per rilevare le aziende, gestirle per alcuni anni e cederle per realizzare un profitto.

Le banche di investimento mediano il processo di LBO consigliando la vendita (mandato *sell-side* conferito dal venditore) o l'acquisizione (mandato *buy-side* conferito da un potenziale acquirente) di società presenti sul mercato. Svolgono infatti la funzione di vero e proprio collegamento tra i venditori e gli acquirenti potenziali.

b. Criteri per la buona riuscita di un'operazione di LBO

Nel processo di acquisizione, data la natura dell'operazione, gli acquirenti sono alla ricerca di Società Target che siano in grado di generare un flusso di cassa costante per ripagare i debiti contratti, che presentino un basso livello di indebitamento, prospettive di crescita e miglioramento dei processi operativi. In particolare, le società di LBO definiscono politiche di investimento chiare che includono diversi criteri relativi alla Società Target, tra cui:

- (i) Dimensione: definita dal fatturato o dall'EBITDA
- (ii) Settore: generico o definito più nello specifico
- (iii) Posizionamento geografico: singoli stati, regioni di essi o interi continenti

Oltre all'attenta analisi dei sopracitati criteri, l'efficacia dell'operazione è resa possibile grazie allo sfruttamento di altri fattori. In particolare, le operazioni di LBO fondano il loro successo su una triplice leva: finanziaria, fiscale e manageriale.

La leva finanziaria⁹, come anticipato, rappresenta il rapporto tra l'indebitamento finanziario ed il capitale di un'impresa e consiste nel ricorso al debito al fine di finanziare l'acquisizione della Società Target, consentendo agli acquirenti di assumere il controllo della stessa investendo meno capitale rispetto a quanto sarebbe necessario.

Differentemente, la leva fiscale opera in ragion del fatto che, in seguito all'acquisizione, la somma delle imposte pagate dalla NewCo e dalla Società Target è inferiore l'importo delle stesse pagate dalla sola Società Target prima dell'acquisizione. L'impatto preciso di questa leva varia da una giurisdizione all'altra e si basa su (i) il sistema di tassazione specifico applicabile ai dividendi e (ii) la deducibilità degli interessi.

Ai fini della buona riuscita dell'operazione, è infine necessario che venga massimizzata la performance operativa della Società Target post-acquisizione. Gli acquirenti devono quindi far sì che la Società Target sia in grado di generare un flusso di cassa sufficiente a garantire il finanziamento del debito e a pagare i dividendi ai nuovi azionisti. È proprio in questi termini che si parla di leva manageriale, saranno le nuove figure all'interno della compagine amministrativa a dover ottimizzare l'efficienza della compagnia, trovando un equilibrio che permetta di migliorare le prestazioni e di gestire il forte debito assunto dalla Società.

Generalmente, le strategie post-acquisizione adottate per migliorare la redditività includono la riduzione dei costi, la riorganizzazione operativa e l'implementazione di nuove strategie

⁹ La leva finanziaria è generalmente espressa come multiplo dell'EBITDA della società target.

di crescita. Questi obiettivi riflettono la volontà di massimizzare il valore per gli investitori e di migliorare complessivamente le performance dell'azienda acquisita.

Ai fini di migliorare l'efficienza aziendale, diversi sono i fattori che permettono di accrescere il valore dell'impresa incrementandone la redditività. Tra questi, si possono citare: la riduzione dei costi, volta ad incrementare i rendimenti, e la soppressione di spese superflue; la riorganizzazione operativa, che comporta anche la vendita di beni o settori non strategici, e quindi la diminuzione del capitale investito, favorendo una gestione ottimale del capitale circolante; e l'adozione di nuove strategie di crescita.

Nondimeno, diversi sono i rischi a cui l'operazione può essere esposta, e la loro attenta valutazione condiziona fortemente il successo del LBO. È infatti possibile che le stime sui ricavi previsti post-operazione differiscano da quelli attesi, a seguito di errori nella valutazione, con specifico riferimento all'eccessivo valore attribuito all'impresa da acquistare, a seguito di fattori di origine esterna, ed in particolare, la sovrastima da parte dei promotori delle loro capacità nell'adottare scelte vincenti ed innovative, le quali, soprattutto in settori particolarmente avversi al cambiamento, possono risultare poco profittevoli.

c. Le fasi di un'operazione di LBO

Lato Corporate

Il processo di vendita di una società varia in base alle dimensioni e alla strategia. Inizialmente i Proponenti identificano la Società Target oggetto di acquisizione e fusione per incorporazione. Durante la fase embrionale dell'operazione è essenziale uno studio dettagliato della strategia, focalizzandosi, da un lato, sull'analisi prospettica dell'andamento futuro della Società Target (saranno infatti gli *assets* della società e, in particolare, la futura capacità di generare cash flow a ripagare il debito sostenuto per l'acquisizione), e, dall'altro, sulla struttura che si intende utilizzare per il finanziamento.

L'operazione di LBO inizia dunque con l'analisi preliminare da parte dei potenziali investitori. Generalmente, viene coinvolto un intermediario finanziario che, in qualità di *Advisor*, ha il compito di progettare la struttura tecnica dell'operazione sulla base delle esigenze dei proponenti.

Uno degli scopi principali dell'analisi è quello di comprendere il prezzo della Società Target e soprattutto le condizioni alle quali l'operazione possa ritenersi conveniente. A tal fine, il valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla Società Target e, in generale, le sue risorse facilmente liquidabili, devono essere superiori al costo sostenuto per l'acquisto, composto dalla somma tra capitale di rischio e capitale di debito investito.

Le interazioni iniziali consistono generalmente nella presentazione dell'azienda target ("*Teaser*"), seguita dalla firma di un accordo di riservatezza ("*Non-Disclosure Agreement*" o "*NDA*"), necessaria per visionare un memorandum informativo contenente dati sensibili e non sulla società. La firma dell'accordo implica il divieto di divulgazione delle informazioni conosciute. I potenziali acquirenti valutano quindi l'opportunità alla luce delle proprie strategie di investimento e possono rivolgersi a consulenti per ulteriori analisi.

A seguito dell'individuazione dell'obiettivo, i proponenti costituiranno appositamente una NewCo, ovvero sia il veicolo utilizzato per la realizzazione dell'acquisizione. In realtà, la NewCo potrebbe anche essere una società già esistente all'interno del gruppo dei proponenti precedentemente "svuotata" dei suoi *assets* operativi.

A questo punto, il procedimento di vendita può seguire principalmente due vie: il processo ordinario di vendita *one to one* oppure il processo competitivo, tramite la messa all'asta della Società Target.

Nel primo caso di sviluppo ordinario al di fuori del processo di asta, la cessione è strutturata al fine di favorire transazioni più discrete affinché gli *stakeholders* non subiscano turbamenti. A seguito dello scambio degli NDA, la prassi, generalmente, vede l'inizio della fase di *due diligence*, ove i proponenti analizzeranno dettagliatamente tutti gli aspetti dell'operazione al fine di rilevare potenziali fattori di criticità o di successo, i punti di forza e di debolezza dell'operazione, e i potenziali rischi insiti nella stessa. In caso di esito positivo della fase di *due diligence*, i proponenti confermano l'effettivo interesse all'acquisto della Società Target attraverso una *letter of intent* ("LOI", "Non-Binding Offer" o "NBO"), documento per lo più non vincolante in cui l'acquirente dichiara al venditore che, sulla base delle informazioni disponibili in questa fase, è interessato a rilevare la Società Target. Contestualmente all'evolversi delle negoziazioni segue la definizione del prezzo d'acquisto e la struttura dell'entità nonché delle forme del finanziamento.

Alternativamente, il processo di vendita può seguire il modello competitivo tramite la messa all'asta. Il processo viene generalmente gestito da un consulente M&A per garantire un esito regolare e redditizio dell'operazione. Queste aste seguono un calendario preciso, incoraggiando offerte competitive e un trattamento equo.

A seguito dell'invito a partecipare all'asta, con conseguente scambio di NDA e perseguimento delle prime analisi preliminari, i potenziali interessati sono tenuti a formulare un'offerta non vincolante (NBO) per l'acquisto della Target. Gli offerenti che superano la fase di NBO sono invitati alla *due diligence*, durante la quale accedono a informazioni dettagliate sull'azienda per confermare le ipotesi della valutazione e della LOI. Quest'indagine copre tutti gli aspetti dell'azienda, supportata da un team di consulenti composto prevalentemente da *bankers*, contabili e avvocati, che spesso hanno già assistito l'offerente nella fase precedente.

Dopo aver selezionato l'offerente, acquirente e venditore avviano una fase di trattative esclusive nota come periodo di esclusività (*Exclusivity period*), durante la quale concordano e negoziano i dettagli dell'accordo di acquisto di azioni (*Sale and Purchase Agreement*, "SPA"), il documento legale che formalizza il trasferimento della proprietà dell'azienda dall'attuale proprietario all'acquirente.

Il processo di acquisizione procede poi solitamente sulla base di due principali tecniche operative denominate *Merger Method* (“KKR”)¹⁰ e *Assets Sale Method* (o “Oppenheimer”). Nel primo caso, la NewCo acquista (attraverso un'offerta privata o pubblica) l'intera base azionaria (o la quota di maggioranza) della Società Target. Nel secondo caso la NewCo acquista dalla Società Target solo un portafoglio di *assets* selezionati.

Lato finance

Come precedentemente accennato, tratto caratterizzante dell'operazione di LBO è l'acquisto della Target a mezzo di capitale prevalentemente di debito. Ovviamente però, l'acquisizione viene effettuata sia per mezzo di *equity* che con capitale di debito, e il rapporto tra i due rappresenta la succitata leva finanziaria, la quale è tanto più alta quanto maggiore è la parte di fondi derivante da capitale preso sotto forma di debito.

Risulta dunque essenziale comprendere come questi finanziamenti possono essere strutturati. In particolare, diversi sono gli strumenti a cui si può ricorrere:

- (i) *Senior Debt*: Il debito *senior* è costituito dall'insieme dei finanziamenti a medio-lungo termine caratterizzati da una clausola di rimborso privilegiato rispetto agli altri debiti. Sono in genere concessi da banche, le quali richiedono condizioni più sicure al fine di prevenire comportamenti opportunistici da parte del management aziendale
- (ii) *Junior Debt*: rappresenta una categoria di finanziamenti in cui il rimborso e il rendimento sono postergati rispetto al debito *senior*, seppure antergati rispetto al capitale di rischio. Si tratta di prestiti a media-lunga scadenza che possono assumere svariate forme come, ad esempio, le obbligazioni ad alto rendimento (*high yield bonds*). Questi titoli, connotati da un più elevato grado di rischio, offrono un rendimento maggiore.
- (iii) *Mezzanine Debt*: è possibile che la parte di Junior Debt comprenda, a favore dei titolari, una serie di diritti particolari (c.d. *equity kicker*) che permettono all'investitore di ottenere parte della quota di capitale di rischio della NewCo. Tra gli *equity kicker* rientrano le obbligazioni convertibili, titoli che attribuiscono all'investitore il diritto a convertire parte del debito in *equity*, e i *warrant*, strumento finanziario che attribuisce al titolare il diritto di sottoscrivere azioni di nuova emissione a predeterminate condizioni.
- (iv) *Forme di indebitamento alternative*, quali per esempio i “finanziamenti ponte”, ovverosia prestiti a breve termine concessi a maggior costo ma in tempi ristretti, nell'ottica di elaborare soluzioni più strutturate nel lungo termine, e le c.d. “obbligazioni spazzatura” (c.d. *junk bonds*), emesse con rating molto basso ma che offrono rendimenti molto elevati.

¹⁰ Si definisce metodo KKR (Kohlberg, Kravis and Roberts) dal nome dal primo fondo di private equity ad aver adottato questo metodo.

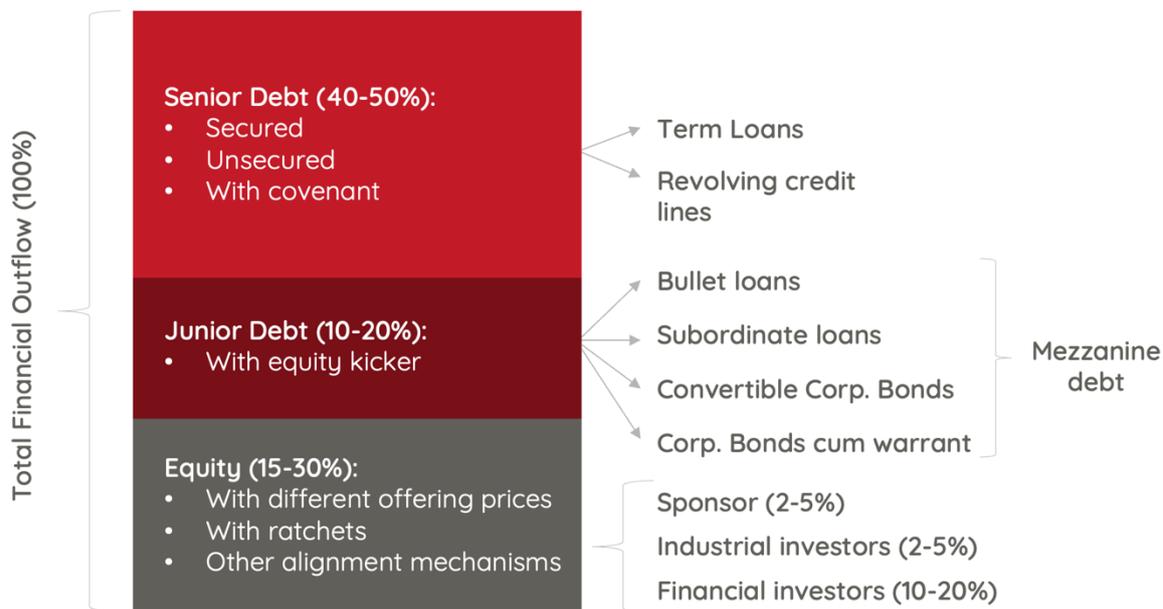


Figura II.2 – La classica struttura finanziaria di un management LBO (Caselli, Gatti)

Fusione

A seguito della strutturazione del finanziamento, e della conseguente acquisizione della Società Target da parte della NewCo, quest'ultima incorpora la stessa appena acquisita, andando così ad imputare gli oneri del finanziamento verso un unico centro di interessi.

* * *

III. PROJECT FINANCE

a. *Tratti fondamentali della disciplina*

Il *project financing* è una tecnica finanziaria volta a favorire il finanziamento di attività imprenditoriali tramite il valore tecnico-economico ed i profitti generati dalla stessa iniziativa oggetto del finanziamento. Le risorse necessarie al compimento dell'iniziativa vengono fornite da soggetti terzi, i quali potranno essere sia pubblici che privati, e non dai soggetti che promuovono e danno effettivamente vita all'iniziativa. I finanziatori, naturalmente, prima di mettere a disposizione il capitale necessario, compiono una valutazione in merito all'opportunità di finanziare il progetto, e questa è basata sull'effettiva capacità dello stesso di generare un flusso di cassa idoneo e sufficiente a sostenere l'indebitamento finanziario.

L'operazione, per i Promotori (o "Sponsor"), avviene interamente *off-balance sheet*, consistendo essenzialmente in un investimento a responsabilità limitata in una SPV, creata ad hoc (cd. società di progetto) per la realizzazione dell'iniziativa, a cui viene affidata in gestione l'opera. È proprio questo il principale vantaggio della finanza di progetto, in quanto permette di mantenere giuridicamente, e soprattutto economicamente, distinte l'iniziativa portata avanti tramite la SPV e le altre attività svolte dai promotori. In questo modo, sui soci della SPV non graveranno personalmente gli obblighi principali di rimborso del debito ai finanziatori.

Da un punto di vista giuridico, le essenziali caratteristiche del *project financing* possono individuarsi, anzitutto, nella sua marcata plurilateralità e nella stretta interdipendenza tra i compartecipanti tramite regolamentazione contrattuale, quest'ultima particolarmente stringente per la SPV, ai quali i finanziatori impongono forme di controllo e soluzioni contrattuali particolarmente vincolanti. I due aspetti derivano essenzialmente dalla natura stessa dell'iniziativa, che impone la compartecipazione di diverse parti con ruoli differenti, ma allo stesso tempo strettamente connessi tra di loro e tutti marcatamente essenziali ai fini della buona riuscita del progetto.

Rileva come l'oggetto dell'iniziativa sia solitamente consistente nella realizzazione di un'opera complessa che, una volta messa a reddito, è in grado di ripagare in tutto o in parte i prestiti. Questo tipo di opera è detta *selfliquidating*, e, nella maggior parte dei casi, riguarda la realizzazione di infrastrutture energetiche con grandi costi iniziali e una durata di costruzione a lungo termine.

I profitti così generati dalla società di progetto devono essere sufficienti a coprire i costi operativi ed i debiti costituiti nei confronti dei finanziatori. Nel contratto che dà vita all'operazione è sempre specificato come queste spese vadano ripagate per prime, mentre solo in seguito sarà possibile spartire i dividendi tra i promotori.

b. I principali attori nel project financing

Come accennato in precedenza, un progetto di project finance nasce dallo sforzo di diversi soggetti che interagiscono tra loro svolgendo ruoli differenti.

Il ruolo principale e di maggiore rilievo è svolto dagli Sponsor. Tali sono i soggetti che promuovono l'iniziativa ed a loro fa capo l'onere di occuparsi della fase ideativa, intesa come la fase di progettazione e di analisi di fattibilità, e del reperimento delle risorse sufficienti a favore del SPV.

Gli Sponsor sono società che svolgono una reale attività pratica nel settore ove si intende operare, oltre a quella di investimento nelle infrastrutture. Generalmente si tratta di compagnie attive nell'ambito dell'energia, o della progettazione e costruzione di infrastrutture. Sono coinvolti sin dall'inizio del progetto e a loro spettano gli studi iniziali circa la fattibilità e la convenienza dell'operazione e la maggior parte delle mansioni di carattere prettamente operativo-industriale, con particolare riferimento a tutte quelle attività che richiedono un certo *know-how* all'interno del settore ove si vuole investire. Sempre gli Sponsor, infine, affiancati dai loro consulenti, hanno il ruolo di esecuzione e gestione dell'opera, e, conseguentemente, la buona riuscita del progetto è fortemente condizionata dalle loro abilità e dall'accuratezza delle analisi relative all'iniziativa.

Altro ruolo essenziale all'interno dell'operazione è quello svolto dalla figura complessa dei Finanziatori. Questa categoria è rappresentata principalmente da banche, le quali rappresentano gli istituti di credito maggiormente presenti in questo settore. I finanziatori coinvolti sono quelli che operano sia nell'ambito corporate che in quello retail, grazie al vantaggio competitivo di cui godono per il loro facile accesso alla liquidità, fondamentale in un settore caratterizzato da progetti con vita anche ventennale.

Peraltro, il ruolo assunto dalle banche non può limitarsi a quello prettamente finanziario. Erogando ingenti somme di denaro, le stesse godono di forte potere decisionale sotto il punto di vista della strutturazione dell'operazione. Le banche, infatti, vengono coinvolte sin dalle fasi embrionali dell'operazione e, in ragione del prestito erogato, devono ragionevolmente condividere con gli Sponsor le vedute di fattibilità e redditività dell'operazione. Per questa ragione, le banche svolgono un ruolo anche all'interno della fase ideativa dell'operazione

Le banche entrano nel mercato della project finance solitamente offrendo tre tipi di prestiti:

- (i) *Fully amortizing loans*: sono i prestiti tradizionalmente usati nel *project financing* che vengono ammortizzati nel tempo durante la vita del progetto;
- (ii) *Hard mini-perms*: se non è possibile per la banca offrire prestiti a lungo termine, viene usata questa forma consistente in un prestito similmente a lungo termine, ma con durata di 7 o 10 anni, con un pagamento unico alla fine;
- (iii) *Soft mini-perms*: sono simili alla categoria precedente, ma scaduto il termine per il pagamento, ci sono ampi margini per ottenere un rifinanziamento.

Nonostante le banche primeggino all'interno del mercato dei prestiti, altri soggetti si stanno facendo strada all'interno di questo settore.

I primi sono i fondi di debito per le infrastrutture, i quali erogano solitamente capitale a titolo di debito a lungo termine per i progetti infrastrutturali ed energetici. Questi fondi raccolgono denaro dagli investitori, come istituti finanziari, fondi pensione o investitori privati, e poi lo utilizzano per concedere prestiti a progetti infrastrutturali. Fondamentalmente, l'unica differenza con un comune fondo di investimento risiede nel settore in cui opera.

Un'altra fonte di liquidità nel project finance sono i project bonds. Questi vengono emessi dalla società di progetto e sottoscritti dagli investitori, i quali vengono remunerati attraverso il cash flow generato dal progetto stesso. I project bonds devono essere valutati da una società di rating, e spesso hanno tempi di maturazione molto lunghi. Solitamente vengono impiegati al fine di finanziare progetti di grandi dimensioni, e le compagnie di assicurazione rappresentano il corpo principale di investitori.

Gli Istituti di Sviluppo Finanziario, anche noti come DFI (*Development Finance Institutions*), sono istituti finanziari di proprietà di stati sovrani, e da essi stessi controllati. Il loro scopo è supportare lo sviluppo economico finanziando progetti e società che non possono attrarre da soli abbastanza capitale privato. I DFI possono essere bilaterali, se posseduti da un solo governo, o multilaterali, se di proprietà congiunta di più governi. Finanziare la costruzione di infrastrutture di base è il cuore della loro *mission*, di conseguenza sono molto attivi nei mercati emergenti e nel finanziamento di progetti innovativi.

Le agenzie di credito all'esportazione, anche conosciute come ECA (*Export Credit Agencies*), sono altre entità finanziarie controllate e gestite per conto di un governo. Il loro ruolo è supportare l'esportazione di equipaggiamenti e servizi. Il supporto di un'ECA può prendere due diverse forme: un prestito diretto a un importatore che compra servizi o equipaggiamenti prodotti nel paese a cui appartiene l'agenzia, o una garanzia data alla banca dell'importatore. Le ECA sono molto attive nel finanziamento di infrastrutture del proprio paese, e sono coinvolte in molti progetti con grandi contratti di esportazione, non solo in mercati emergenti. In Italia opera SACE, una società per azioni a partecipazione pubblica specializzata nel sostegno alle imprese e al tessuto economico nazionale attraverso un'ampia gamma di strumenti e soluzioni a supporto della competitività in Italia e nel mondo. A SACE, a loro volta, fanno capo diverse controllate, ognuna delle quali è specializzata in diversi rami dell'attività.

Elencati tutti i principali prestatori di capitali, è importante sottolineare come anche le autorità pubbliche svolgano un ruolo chiave nel campo della project finance. Difatti, questi stabiliscono le regole applicabili al partenariato pubblico-privato ("PPP")¹¹ ed alle concessioni. Sono, inoltre, responsabili per l'organizzazione della selezione degli investitori privati per operare le infrastrutture. Ogni paese ha norme diverse che regolano questi aspetti e che tracciano la linea tra ciò che deve essere finanziato da enti pubblici e ciò che

¹¹ Il partenariato pubblico-privato è una forma di cooperazione tra soggetti pubblici e privati, caratterizzata dalla finalità di costruire, finanziare e gestire infrastrutture o fornire servizi di carattere pubblico.

può essere finanziato dal settore privato. Vista la lunghezza dei progetti che coinvolgono la costruzione di infrastrutture, la stabilità dell'ordinamento giuridico è un fattore chiave per attrarre investitori. Gli enti pubblici hanno un ruolo in ogni fase del progetto, specialmente durante le fasi di sviluppo e costruzione. Questi garantiscono agli Sponsor le autorizzazioni necessarie per erigere l'infrastruttura.

c. La struttura del Project Finance

Il project finance presenta un gran numero di rischi, coinvolgendo diverse sfide, tra cui quella di finanziare una società che non ha mai svolto progetti di questa portata e che, presumibilmente, non sarà immediatamente nella posizione di generare un flusso di denaro. La natura di questi rischi verrà approfondita in seguito, tuttavia, è importante sottolineare come una dettagliata analisi preliminare sia un passo fondamentale per la buona riuscita di un'operazione di finanza di progetto.

All'analisi dei rischi, che come già detto generalmente spetta agli sponsor industriali, in quanto più esperti del settore, segue la strutturazione legale del progetto. La documentazione legale all'interno della finanza di progetto è estremamente dettagliata, dato che il suo ruolo è quello di governare le relazioni tra tutte le parti durante l'intera vita del progetto.

Il primo passo è la costituzione della società veicolo, pietra angolare del progetto. Da un punto di vista legale, il ruolo della società è quello di isolare il progetto dagli altri *assets* degli sponsor. Questo di modo che, in caso di insolvenza della SPV, i promotori non risultino finanziariamente responsabili oltre l'iniziale apporto di capitale. La società veicolo ha un oggetto sociale molto ristretto, limitato alla costruzione, al finanziamento e all'operatività del progetto. Non può cambiare la propria strategia e ha un'autonomia limitata nel prendere decisioni senza il previo consenso dei prestatori di capitale, visti i sopracitati vincoli contrattuali. La *project company* assume generalmente da enti esterni il personale impiegato. La società può comunque avere impiegati assunti direttamente, ma il loro ruolo di solito consiste nel monitoraggio degli altri lavoratori, e tendenzialmente hanno comunque dei rapporti con le società Sponsor.

Il contratto di finanziamento che verrà stipulato tra i finanziatori e la società veicolo rappresenta il documento principale per la strutturazione di un'operazione di *project financing*. Detto anche *loan agreement*, esso contiene la quantità di denaro che ogni finanziatore promette, insieme al programma di prelievo: i prestiti non sono erogati tutti insieme, ma in diverse fasi durante il progresso nell'edificazione. La costruzione generalmente è divisa in parti, ognuna delle quali è chiaramente distinguibile nell'accordo ove viene stipulato il prestito, associata a un costo specifico, e che finisce con il raggiungimento di un obiettivo stabilito. Una volta raggiunto un obiettivo, la società veicolo è autorizzata a ritirare una parte del prestito, così da pagare la società di costruzione. L'accordo che regola il finanziamento può contenere delle clausole che fungono da garanzia che le attività vengano svolte nel modo corretto. Tali clausole rappresentano quindi una forma di protezione per gli investitori, e generalmente l'infrangimento di tali previsioni comporta l'applicazione di specifici rimedi contrattuali.

In considerazione del loro impegno finanziario verso la *project company*, i prestatori di capitale ottengono un certo numero di garanzie. A queste ci si riferisce normalmente col termine *Security Package*, e possono essere escuse al verificarsi di determinati eventi. Il pacchetto generalmente include alcuni elementi tipici. Tra questi, sovente, vi sono i pegni sulle azioni della SPV, i quali permettono ai finanziatori di ottenere il controllo della *project company* qualora gli affari non stessero procedendo come previsto, dando così loro l'opportunità di ristrutturare il progetto, o anche vendere in tutto o in parte la compagnia. Un meccanismo simile è permesso dagli *step-in rights*: diritti che permettono di intromettersi nell'attività aziendale, senza però ottenerne effettivamente la proprietà, ma dando comunque la possibilità di forzare decisioni importanti se necessario. Questa seconda opzione permette sicuramente un esercizio più flessibile del potere. Altro elemento spesso presente nel *Security Package* sono i pegni sui conti correnti della SPV, i quali permettono un accesso veloce e diretto alle liquidità della società qualora necessario. Allo stesso modo le parti possono stabilire l'assegnazione diretta ai finanziatori di tutti i pagamenti indirizzati verso la compagnia di progetto. Ultimo elemento ricorrente nel pacchetto è l'ipoteca sul progetto stesso, la quale impedisce agli sponsor di vendere parti della SPV senza previo consenso del titolare dell'ipoteca.

Di fianco a questi documenti finanziari, vantano pari importanza i documenti riguardanti il progetto. Il più importante è sicuramente il contratto di costruzione finalizzato alla realizzazione di un'opera da parte di un soggetto rispetto agli sponsor. La società di costruzione (c.d. appaltatrice) si impegna solitamente a consegnare il progetto secondo una predeterminata tabella di marcia a un predeterminato budget, e sarà tenuta a corrispondere delle penali alla società di progetto in caso di ritardo o mancata riuscita. Il contratto di costruzione può essere integrato con un EPC¹², trattasi di un accordo che include anche tutti gli aspetti ingegneristici, di approvvigionamento e di costruzione del progetto. I contratti EPC semplificano fortemente il procedimento, permettendo alla *project company* di trasferire una serie di rischi a una singola società di costruzione. Gli EPC, tuttavia, non sono sempre possibili, in quanto molto costosi e non sempre sensati da un punto di vista industriale. Altri accordi rilevanti riguardanti il progetto sono:

- (i) il contratto di funzionamento e manutenzione, con cui la SPV delega a una terza parte questi aspetti del progetto;
- (ii) gli accordi di prelievo, con cui la società veicolo vende la maggior parte, se non l'intera produzione, a un prezzo accordato in partenza;
- (iii) gli accordi di leasing, con cui la società ottiene il diritto a usare uno specifico sito in cui collocare il progetto;
- (iv) gli accordi con il paese ospitante, dovuti alla forte dimensione politica che caratterizza alcuni progetti, spesso appoggiati dal governo del paese in cui sono svolti.

¹² Per EPC si intendono quegli accordi onnicomprensivi che includono al loro interno tutti gli aspetti ingegneristici, di approvvigionamento, e di costruzione (Engineering, Procurement, Construction), i quali vengono tutti affidati a un singolo costruttore, il quale si fa carico delle responsabilità inerenti a queste fasi del progetto.

Uno degli aspetti più complessi del *project financing* è finalizzare il modello finanziario che verrà usato come riferimento nel progetto. Si tratta praticamente del *business plan* del progetto stesso, e analizza tutte le entrate e le spese della SPV, così da stabilire se il progetto ha senso da un punto di vista finanziario. La creazione di un modello solleva tre sfide importanti:

- (i) essendoci una grande quantità di debiti, ogni errore nel calibrare i futuri ricavi può avere un impatto materiale sulla capacità di ripagarli, minacciando la continuità del progetto;
- (ii) essendo la maturità del finanziamento piuttosto lunga, il flusso monetario generato dalla project company deve essere modellato per un periodo più lungo rispetto a un *business plan* tradizionale, aumentando il rischio di imprecisione;
- (iii) essendo l'oggetto e gli *assets* della società limitati, è complicato cambiare la strategia della SPV in caso di difficoltà, aumentando il rischio di perdita qualora il progetto fallisse.

Il modello è costruito passo per passo e si focalizza su tre elementi principali: l'identificazione dei ricavi e delle spese operative della SPV, gli investimenti necessari durante la fase di costruzione, e l'identificazione dei debiti.

d. Motivi della popolarità della struttura di Project Finance

La caratteristica distintiva del *project financing* è che questa tecnica finanziaria è basata sull'analisi di un unico progetto strutturale e della sua capacità di generare da sé una quantità sufficiente di flussi finanziari. Questo specifico fine, unito alla possibilità per i promotori di tenere separato il progetto dal proprio bilancio, porta diversi benefici a chi usufruisce della finanza di progetto.

Una prima classe di vantaggi è quella relativa ai Promotori, e non sono necessariamente relativi al taglio dei costi. Normalmente, il *project financing* costa più di un prestito industriale a medio o lungo termine o altri tipi di finanziamento, a causa delle spese relative alle consulenze tecniche e legali che richiede. Di conseguenza, il vantaggio per ricorrere a questa pratica deve risiedere altrove.

Difatti, il beneficio chiave è costituito dall'isolamento del progetto dalla compagnia principale, di modo che il risultato dell'operazione non possa inficiare sull'andamento delle società che intendono lanciarlo, data la responsabilità limitata di cui gode il promotore. Questo aspetto, tra l'altro, funziona in modo ambivalente: non solo un progetto con cattive prospettive non avrà effetto sulla società, ma un ipotetico default di una delle compagnie sponsor non andrà a intaccare il buon fine del progetto stesso, o i possibili reclami che possano presentare i creditori che lo finanziano. Un altro vantaggio, meno evidente, è relativo al costo del finanziamento per lo sponsor, che potrebbe essere inferiore rispetto a quello che verrebbe applicato ad una normale operazione a costo di pratica di corporate finance. Difatti, una società promotrice che non vanta un rating di credito elevato, potrebbe ricevere prestiti a tassi più vantaggiosi operando tramite una SPV. Un ultimo vantaggio è relativo alla flessibilità finanziaria: solitamente i progetti di *project financing* sono molto

grandi, e richiedono un'enorme quantità di capitale. Realizzare una classica *joint venture* finirebbe per erodere le linee di credito dell'azienda, aumentando esponenzialmente il debito e precludendo la possibilità di iniziative future. Usando questo tipo di tecnica, i costi relativi al progetto resteranno fuori dal bilancio, evitando questo effetto.

Una seconda classe di vantaggi, invece, riguarda i finanziatori, i quali solitamente vedono in maniera favorevole l'incorporazione di una SPV separata all'interno del progetto. Infatti, seppur vero che in caso di fallimento dell'iniziativa i creditori non potranno rifarsi sui beni della società promotrice, la separazione dei conti dal bilancio delle compagnie sponsor ha comunque i suoi vantaggi. Per iniziare, la progettazione di una società veicolo isola completamente il flusso di cassa dell'iniziativa da quello della società originaria, dando ai finanziatori il completo controllo sulla performance della società di progetto. Inoltre, finanziare il veicolo permette ai creditori di concentrare le proprie analisi sulla performance del singolo progetto, riducendo l'asimmetria informativa che potrebbe sorgere in un assetto di tipo corporate. Infine, appunto perché i prestatori di denaro finanziano una singola iniziativa, questi sono nella posizione di dettare delle linee manageriali con l'inclusione di condizioni negli accordi di finanziamento che limitano il potere discrezionale del promotore e rendono più facile il monitoraggio rispetto a un assetto di tipo corporate.

e. Analisi dei potenziali rischi

L'analisi dei rischi e la loro gestione sono punti chiave nel successo dell'iniziativa. Questo perché la società di progetto si occupa di un singolo investimento il quale, se troppo rischioso, potrebbe non generare un flusso di cassa sufficiente da soddisfare i creditori e ripagare interamente i debiti. Questo rischio sarebbe ridotto in altri tipi di assetti, dove altri impieghi paralleli potrebbero aiutare a mitigare le pressioni creditizie. I promotori, le banche, e i loro consulenti tecnici, legali e finanziari svolgono una prima fase preliminare di *due diligence* dei rischi, che segue alcuni passaggi chiave:

- (i) definizione dei rischi e la loro analisi;
- (ii) trasferimento dei rischi e allocazione alle parti più adatte ad assicurarne la copertura;
- (iii) gestione dei rischi residuali.

I rischi si possono dividere in varie categorie, relativa ognuna a un diverso aspetto del progetto. I più rilevanti sono sicuramente i rischi di costruzione, che riassumono tutti quei rischi che potrebbero ritardare o prevenire l'edificazione dell'opera, o aumentarne significativamente il costo. La loro analisi si basa su consulenze tecniche mirate all'identificazione delle peculiarità progettuali. Questo tipo di rischio è spesso allocato sulla società costruttrice: vengono scelte compagnie la cui reputazione offre garanzie di qualità ed efficienza sulla realizzazione. Solitamente queste accettano di coprire i costi in eccesso ed indennizzare il cliente in caso di ritardi o difetti nella costruzione.

Altri rischi in cui è possibile incorrere in base alla natura del progetto sono i rischi di mercato. Ci si può imbattere in questa classe a seconda del prodotto venduto: se questo sia liberamente scambiabile e se il suo prezzo sia suscettibile a cambiamenti nel tempo. I rischi di mercato danneggiano la capacità della SPV di assicurarsi un finanziamento a lungo

termine, fino a compromettere la sicurezza dello sponsor di riuscire a portare a compimento il progetto. Un modo per minimizzare questi rischi è la negoziazione di un *offtake* a lungo termine con potenziali clienti. La funzione di un accordo di *offtake* è quella di assicurarsi che il prodotto, a seguito di un investimento durato anche decenni, venga effettivamente venduto. Consiste in un contratto stipulato con un cliente, il quale si impegna ad acquistare i frutti del progetto, *in toto* o in parte, una volta terminata la fase costruttiva.

È fondamentale per le parti di *project financing* eliminare ogni rischio di variazione nei tassi di interesse. Con così grandi quantità di debito, è facile che la profittabilità dell'iniziativa sia sostanzialmente ridotta in caso di un innalzamento dei tassi. A tal fine, vengono utilizzati dei contratti di *interest rate swap* finalizzati a mitigare le potenziali oscillazioni dei tassi di interesse derivanti dall'andamento del mercato.

I rischi operativi sono inerenti alla costruzione e al mantenimento del progetto. Riguardano tanto i finanziatori, quanto i promotori. Per quanto riguarda la prima categoria, questi mitigano il fattore di rischio lavorando principalmente con sponsor di rispettabile reputazione, che abbiano già compiuto con successo iniziative simili. Per quanto riguarda la seconda categoria, i promotori fanno la stessa cosa scegliendo attentamente i fornitori ed i costruttori, proteggendosi con contratti che contengano garanzie professionali e stringenti obbligazioni in termini di assicurazione.

Il rischio di natura politica non è da sottovalutare. La finanza di progetto può spesso rivelarsi, a causa della natura strategica delle infrastrutture su cui essa si concentra, un'importante arma in mano ai governi per guadagnarsi consenso. Il rischio nasce nei paesi con instabilità politica, con regimi autoritari, o semplicemente che non godono di grande fama per stabilità legislativa. Non va ignorata, poi, la possibilità che un governo, anche successivo a quello sotto cui il progetto ha avuto inizio, possa decidere di espropriare l'infrastruttura una volta portata a termine. Ma, senza andare a ricercare casi estremi, è possibile anche che un semplice cambio a livello legislativo possa inficiare sostanzialmente sulla profittabilità del progetto. Per mitigare questo tipo di rischi, i finanziatori spesso negoziano la stipulazione di assicurazioni in grado di coprirli, oltre a richiedere che i documenti legali stabiliscano che i costi aggiuntivi sopravvenuti a causa di variazioni nella legislazione siano a carico degli sponsor.

Un rischio sicuramente sotto i riflettori in questo periodo storico è quello relativo all'ambiente. Tutti i piani di edificazione di infrastrutture hanno un impatto ambientale, che può sì essere minore, ma che deve indubbiamente essere ben stabilito prima che il progetto inizi. Infatti, importanti danni alla reputazione dei promotori possono derivare da eventuali danni ambientali. Le parti devono sicuramente assicurarsi che i costruttori ed i manutentori siano ben capaci, rispettino alti standard di qualità, e siano dotati di tutte le licenze necessarie che deve aver ottenuto anche la società veicolo. Anche in questo tema sono rilevanti i cambiamenti legislativi. I costi sopravvenuti derivanti da queste evenienze sono difficili da definire in partenza, e possono essere limitati solo assicurandosi che l'infrastruttura sia equipaggiata di strumenti allo stato dell'arte.

Infine, come in ogni settore, sono previsti i rischi relativi agli eventi di forza maggiore. Si tratta di situazioni imprevedibili, esterne alle parti contraenti, ed inevitabili. Rientrano in questa categoria ovviamente i disastri naturali come terremoti, incendi e inondazioni, ma anche scioperi e rivolte. I finanziatori vogliono sempre una copertura contro ogni tipo di rischio, pretendendo, all'interno del contratto, l'obbligazione da parte della società di progetto di assicurarsi nei confronti di queste evenienze.

* * *

IV. SECURITIZATION

a. Trattati generali della cartolarizzazione

L'operazione di cartolarizzazione è una procedura che prevede il trasferimento di alcune attività – *assets* – da parte di un ente denominato *originator*, solitamente una banca o un istituto finanziario, a una società appositamente costituita (SPV), con la finalità di convertire tali *assets* in titoli obbligazionari (ABS)¹³ e renderli negoziabili su un dato mercato. Questa attività è nata e si è sviluppata dapprima negli Stati Uniti e solo successivamente in Europa.

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

Il primo modello si fonda sul trasferimento di un gruppo di crediti a una società veicolo (SPV), creata esclusivamente per condurre operazioni di cartolarizzazione con un capitale limitato. Nella cessione, la SPV introduce sul mercato dei nuovi strumenti finanziari, generando flussi di liquidità attraverso la sottoscrizione da parte degli investitori. Questi fondi saranno quindi utilizzati dalla SPV per pagare il prezzo d'acquisto dei crediti acquisiti dall'*originator*. In questo modo, la SPV non possiede alcun tipo di attività tangibile e assume la figura di un "veicolo", ossia un ente che assicura ai sottoscrittori gli importi provenienti dai debitori ceduti.



Figura 3.1 – Il modello di cartolarizzazione *common law*

Il flusso finanziario delle attività trasferite segue il percorso delle frecce, la SPV acquista i crediti che, successivamente convertiti in titoli negoziabili sul mercato, vengono sottoscritti dagli investitori potenziali. Nello stesso modello, il flusso di denaro che risale seguendo le frecce, evidenzia i fondi che derivano dai titoli collocati presso gli investitori, rappresentando la liquidità necessaria utilizzata dalla SPV per l'acquisto dei crediti dall'originator.

Il secondo modello, noto come modello di *civil law*, che trova applicazione nel nostro paese, si distingue per la finalità di aggregare i crediti o le attività in un patrimonio che non rientra

¹³ Asset-Backed Securities: Le asset backed security (ABS) sono strumenti emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione dalla SPV. Essa emette ABS per finanziare l'acquisto del portafoglio di attività oggetto dell'operazione di cartolarizzazione, pertanto viene ad esistere un legame diretto tra le attività presenti nel portafoglio segregato e le ABS: i flussi di cassa provenienti dagli asset presenti nel portafoglio ceduto vengono utilizzati per rimborsare interessi e valore nominale dei titoli emessi dalla SPV.

nella disponibilità della società. Al fine di avere una gestione economica degli *assets* viene istituito un fondo con personalità giuridica separata, il quale sarà guidato da un intermediario appositamente designato.



Figura 1.2 – Il modello di cartolarizzazione civil law

Nel modello descritto, il flusso finanziario delle attività trasferite segue il percorso delle frecce, scendendo verso il Fondo di credito gestito da una Società di gestione dello stesso e, successivamente, convertendosi in titoli negoziabili sul mercato per essere sottoscritti da potenziali investitori. Nella stessa rappresentazione, come evidenziato dalla figura, i flussi di denaro che risalgono attraverso le frecce mostrano i fondi derivanti dai crediti collocati presso gli investitori, costituendo la liquidità necessaria utilizzata dalla Società di Gestione del Fondo per acquisire i titoli dall'originator.

Nonostante l'Italia sia un ordinamento di *civil law*, il legislatore, con la Legge sulla Cartolarizzazione n. 130/1999, ha preferito l'adozione del modello tipico dei sistemi di *common law*, caratterizzato dalla costituzione di una SPV e non di un fondo (Giovando, *L'operazione di securitization*).

b. I soggetti coinvolti

Nella struttura di un'operazione di cartolarizzazione si presentano diversi soggetti. Risulta di fondamentale importanza, al fine di comprendere la procedura, distinguere i loro specifici ruoli e caratteristiche.

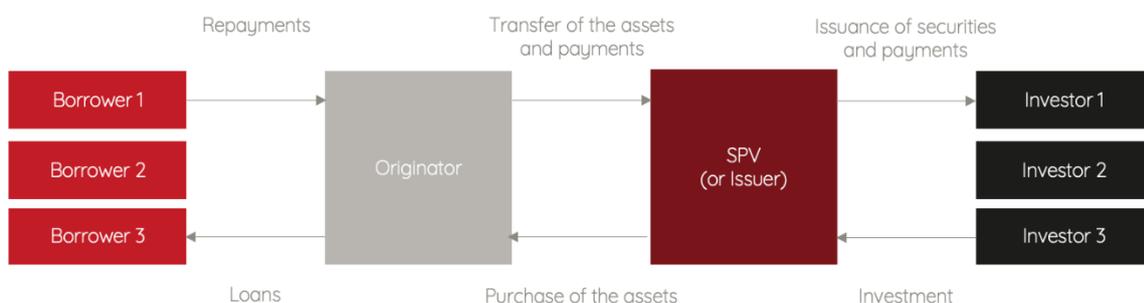


Figura 1.3 – Le parti dell'operazione di cartolarizzazione

Di primaria importanza sono i debitori nell'ipotesi in cui l'operazione di cartolarizzazione riguarda, come spesso avviene, crediti finanziari (anche se bisogna considerare che non sempre gli *assets* cartolarizzati sono crediti derivanti da operazioni di finanziamento, potendo essere anche beni immobili od altre attività). I "debitori" sono le persone o entità il cui debito viene trasferito all'emittente. Questa categoria include tutte le persone fisiche o giuridiche che contribuiscono a generare entrate per la SPV: si tratta delle persone fisiche o giuridiche che hanno contratto prestiti con il sistema bancario che successivamente vengono cartolarizzati. La cartolarizzazione non ha alcuna rilevanza per questa categoria di portatori di interesse in quanto l'operazione non modifica la loro posizione debitoria. Per l'istituto che ha concesso i prestiti, i crediti oggetto di cartolarizzazioni sono considerati a "rischio"; infatti, il trasferimento degli stessi consente di definire il recupero di tali crediti creando apposite strutture dedicate alla loro gestione. Così facendo, il sistema bancario è alleggerito dagli oneri di struttura e creando così benefici indotti al sistema. Da un punto di vista macroeconomico, infatti, tale operazione aumenta l'offerta di credito disponibile, creando una nuova fonte di liquidità in aggiunta agli strumenti tradizionali.

Altra figura fondamentale nell'operazione di cartolarizzazione è l'*originator*, ossia l'entità legale che possiede in partenza gli *assets* generanti reddito che vengono venduti alla SPV. L'*originator* può essere una banca o qualsiasi altro tipo di azienda. Le banche sono il tipo più comune di *originator* (e i prestiti sono gli *assets* più frequentemente cartolarizzati), ma qualsiasi altra forma di società o entità legale può utilizzare la cartolarizzazione: società private o pubbliche, enti pubblici, governi, ecc. Uno dei principali compiti dell'*originator* è selezionare i beni da trasferire alla SPV. Questa scelta viene fatta in collaborazione con il coordinatore dell'accordo, di solito una banca d'investimento. L'obiettivo è creare un portafoglio che possa costituire la base per una cartolarizzazione di successo.

Le categorie di crediti utilizzabili per la creazione di operazioni di cartolarizzazione sono numerose e diversificate, conferendo a questo strumento una notevole flessibilità. Questo gli consente di adattarsi a una vasta gamma di attività sottostanti e di soddisfare le esigenze degli investitori. La cartolarizzazione può essere impiegata sia per *assets* c.d. "granulari" (altamente diversificati, come nel caso dei mutui residenziali, in cui migliaia di singoli mutui possono essere inclusi in una singola transazione) sia per finanziare attività "non granulari" (poco diversificate, come nel caso degli immobili commerciali), in cui i crediti sottostanti sono costituiti solo da pochi prestiti.

Tra queste categorie di crediti, quelli che più frequentemente vengono cartolarizzati sono i crediti rientranti nella generale categoria dei crediti non performanti o *non-performing loans* (NPL), ovverosia prestiti per i quali si sono verificati ritardi nei pagamenti o che la banca considera a rischio. Questi crediti deteriorati sono ulteriormente classificati nella normativa italiana in tre categorie, in ordine decrescente di gravità¹⁴:

- (i) Le sofferenze, che rappresentano esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza o situazioni sostanzialmente equivalenti.

¹⁴ Banca d'Italia, Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 aggiornata al 28 Novembre 2023

- (ii) Le inadempienze probabili (*unlikely to pay*), sono esposizioni (diverse da quelle classificate tra le sofferenze) per le quali la banca valuta improbabile, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni contrattuali.
- (iii) Le esposizioni scadute e/o sconfinato/deteriorate sono esposizioni (diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili) che sono scadute o eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni e oltre una predefinita soglia di rilevanza.

È necessario sottolineare che affrontare crediti deteriorati richiede una notevole attenzione, poiché questi attivi sono difficili da valutare a causa delle molteplici variabili coinvolte. Una gestione specifica è essenziale, considerando la probabilità di rendimenti futuri più bassi e altamente incerti. Pertanto, nella strutturazione di operazioni di cartolarizzazione relative a crediti deteriorati, è fondamentale tenere conto di diverse variabili, inclusi gli aspetti generali sulla qualità dei crediti, il contesto giudiziario relativo a ciascuno di questi crediti e le tempistiche previste. Questi elementi possono influire significativamente sul successo dell'operazione.

Diverse sono le ragioni per cui un *originator* decide di realizzare un'operazione di cartolarizzazione:

- (i) Ottenere liquidità: la cartolarizzazione viene principalmente impiegata come strumento che consente alle banche di trasformare attività tradizionalmente poco liquide, come i prestiti bancari e i mutui, in titoli negoziabili sul mercato. Il suo ruolo principale è quello di permettere alle banche di dismettere attività che sono di solito difficilmente negoziabili sul mercato e di acquisire nuovi fondi da reinvestire. Mediante questo processo, le banche possono sfruttare la cartolarizzazione per trasferire parte della loro esposizione creditizia a investitori esterni, riducendo i requisiti patrimoniali obbligatori derivanti dalle stringenti normative in materia bancaria e, contemporaneamente, liberando nuove risorse per erogare ulteriori prestiti.
- (ii) Ottimizzazione del bilancio: nel contesto della cartolarizzazione, il cosiddetto deconsolidamento contabile si verifica quando l'azienda cedente, che trasferisce i crediti all'SPV, rimuove tali attività dal proprio bilancio consolidato. Ciò significa che i crediti ceduti e gli impatti finanziari associati non vengono più completamente inclusi nei rapporti finanziari consolidati dell'azienda cedente. Il deconsolidamento in questo contesto è importante perché consente all'azienda di ottenere benefici come la riduzione degli oneri di capitale regolamentari e il miglioramento della propria posizione finanziaria.
- (iii) Gestione del rischio: la cartolarizzazione è uno strumento principale nella politica di gestione del rischio di molte aziende in quanto consente di rimanere costantemente attivi nel mercato del credito. Le banche procedono con la cartolarizzazione dei prestiti quando ritengono che sia meno desiderabile mantenere

il rischio associato ad essi rispetto alla loro cessione.¹⁵ Le banche con attività rischiose nei loro bilanci potrebbero quindi optare per la cartolarizzazione al fine di trasferire tali attività rischiose sui mercati finanziari e di conseguenza ridurre la loro esposizione complessiva al rischio. Di fatto con la cartolarizzazione il rischio relativo al credito viene trasferito da chi cede il credito ai titolari delle obbligazioni emesse dalla SPV.

Un ulteriore soggetto da analizzare, centrale nell'operazione di cartolarizzazione è la SPV, o emittente. Con questo termine si fa riferimento alla società che acquisisce il collaterale, una società veicolo, costituita esclusivamente ai fini dello svolgimento della transazione. È una società senza personale, il cui unico ruolo è (i) acquistare gli *assets* trasferiti dall'*originator*¹⁶ e (ii) emettere titoli per gli investitori. Non può svolgere alcuna attività che non sia correlata alla transazione stessa. Di conseguenza, le uniche attività consentite sono quelle necessarie a finalizzare l'accordo e garantire la corretta prosecuzione della procedura. La SPV non è né una controllata dell'*originator* né degli investitori, ma generalmente è un *trust* o un'entità simile, completamente autonoma.¹⁷

Per concludere, è necessario soffermarsi sugli investitori, titolari di ABS. Si tratta generalmente di investitori istituzionali o fondi speculativi, ma anche *family office*¹⁸, banche private o investitori individuali. I vantaggi che la cartolarizzazione comporta per gli investitori sono molteplici:

- (i) La cartolarizzazione consente di investire in categorie di attività a cui tali soggetti non avrebbero altrimenti accesso, ad esempio investire in CDO¹⁹ sostenuti da prestiti US LBO.²⁰ Senza la cartolarizzazione, gli investitori non potrebbero avere accesso diretto a questo mercato. Al massimo, potrebbero investire in azioni di una banca fortemente esposta a prestiti LBO. Tuttavia, questa strategia di investimento comporterebbe l'esposizione ad *assets* diversi da quelli inizialmente desiderati. La cartolarizzazione consente quindi agli investitori di avere direttamente il controllo sull'allocazione delle loro risorse. Avendo a disposizione un'ampia scelta di

¹⁵ Charles-Henry Larreur, "Structured Finance" (2021)

¹⁶ I portafogli di crediti acquisiti dalla SPV vengono generalmente gestiti da appositi soggetti. In particolare viene conferito apposito mandato a società specializzate c.d. *servicer* che svolgono tutte le attività per gestire il credito e le azioni di recupero. Sulle società di service verrà fornita una più approfondita disamina nel corso del case study.

¹⁷ Si dice che l'SPV sia *bankruptcy remote*. Ciò significa che è un'entità legale completamente separata dall'*originator*: non viene colpita finanziariamente se l'*originator* va in bancarotta o è insolvente. Di conseguenza i creditori dell'*originator* non possono accedere agli asset detenuti dall'emittente.

¹⁸ Società di investimento che gestisce patrimoni di famiglie estremamente facoltose.

¹⁹ *Collateralized Debt Obligation*, un'obbligazione di debito collateralizzato, è un tipo di titolo garantito da attività (*asset-backed security*) strutturato.

²⁰ Il *leveraged buy-out* (LBO), il quale, come meglio enunciato al Cap.II, consiste nell'acquisto di una società effettuato ricorrendo in misura maggiore all'indebitamento. Tale debito sarà successivamente rimborsato con gli utili futuri, o attraverso la vendita di una parte dell'attivo patrimoniale della società acquisita. In genere, l'operazione si svolge costituendo una nuova società (NewCo), caratterizzata da un forte indebitamento, e procedendo all'acquisto della società che interessa, detta società target. A questo punto, di solito, si procede ad un'operazione di fusione per incorporazione tra le due società, con conseguente spostamento del debito sulla società acquisita.

opportunità di investimento, in termini di tipo di *assets* (CDO, CLO²¹, RMBS²², ABS, ecc.) e profilo di rischio (*equity*, mezzanino²³ o debito *senior*), gli investitori, compresi quelli più piccoli, possono creare portafogli che corrispondono maggiormente alle loro richieste.

- (ii) Un'altra ragione per cui gli investitori guardano attivamente alla cartolarizzazione è che offre un rendimento extra rispetto a strumenti simili con la stessa valutazione. Questo è particolarmente vero per CLO e CDO, i quali, a differenza di molti altri tipi di ABS, hanno un vero e proprio equivalente nel mercato della finanza non strutturata. Per esempio, escludendo l'effetto di diversificazione causato dall'aggregazione di attività, un CLO AAA è paragonabile a un *bond* con *rating* AAA.²⁴ Tuttavia, i CLO AAA pagano un coupon più elevato rispetto ai *bond* con *rating* AAA. Questo aumento di rendimento è dovuto alla complessità dello strumento e alla sua relativa minore liquidità. Il lato negativo è che, per gli stessi motivi, il mercato è più volatile.

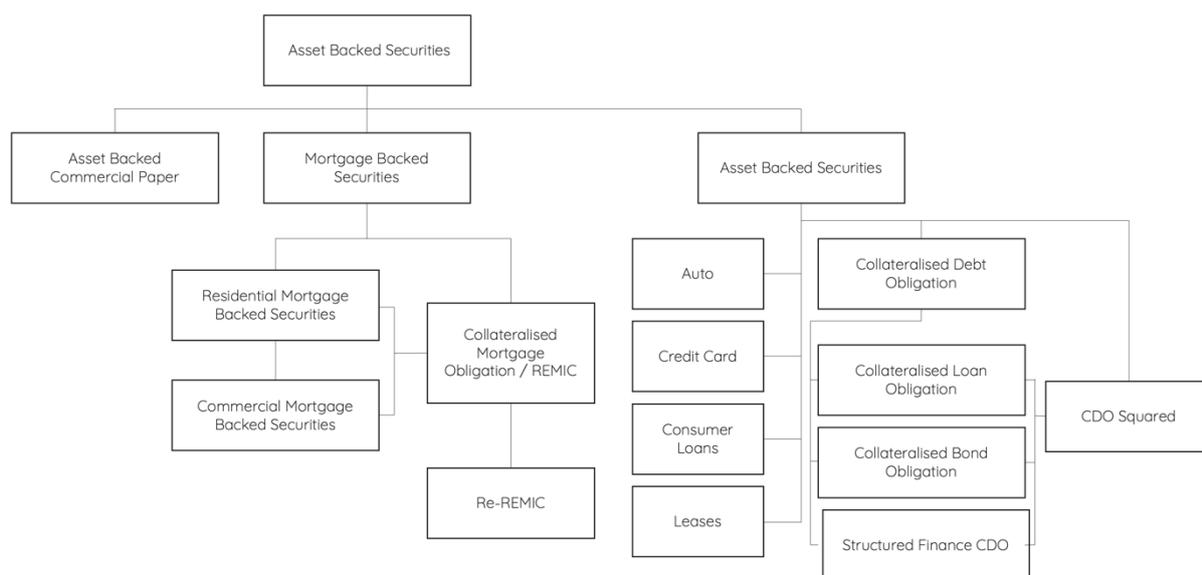


Figura 1.4 – Strumenti per la cartolarizzazione

²¹ *Collateralized Loan Obligation*, obbligazione garantita da collaterale nella forma di crediti originati da prestiti. I crediti vengono conferiti a un'entità finanziaria intermedia, che provvede a emettere obbligazioni per un importo corrispondente al volume dei crediti raggruppati, dopo aver preventivamente proceduto a una operazione di *tranching*, ossia ad aver suddiviso il volume globale del credito raggruppati in parti (tranche), aventi differente priorità nel rimborso del debito.

²² *Residential Mortgage Backed Securities*, tipologia di *asset backed security* derivante e garantita dalla cartolarizzazione di un prestito ipotecario sottostante o di un portafoglio di prestiti ipotecari sottostanti, finalizzato a consentire l'acquisto di abitazioni residenziali private.

²³ Il debito mezzanino è uno strumento di finanziamento che si colloca per remunerazione, modalità di rimborso e durata in una posizione intermedia fra il capitale di rischio (*equity*) e i prestiti a medio/lungo termine.

²⁴ Le valutazioni AAA vengono assegnate ai titoli di debito che hanno un elevato livello di affidabilità creditizia con la massima capacità di ripagare gli investitori.

- (iii) Alcuni investitori preferiscono investire in *consumer* ABS per mantenere un portafoglio più liquido: infatti questi titoli hanno essenzialmente una scadenza breve e sono composti da *assets* caratterizzati da una forte granularità ²⁵, pertanto sono meno volatili rispetto ai CLO.

c. *Struttura di una cartolarizzazione*

La cartolarizzazione rappresenta un processo che converte crediti o altre attività finanziarie in strumenti negoziabili e cedibili su un mercato secondario accessibile al pubblico. Questa pratica finanziaria può essere considerata come una strategia che, mediante un insieme selezionato di attività, come prestiti, mutui e finanziamenti, genera flussi di cassa in supporto di titoli offerti sul mercato dei capitali. Il processo, anche se nella realtà più complesso, può essere descritto tramite una struttura articolata in tre fasi:

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

La prima fase è costituita dall'individuazione da parte della società emittente del *pool* di *assets* da cartolarizzare. Questi saranno individuati in modo da poter generare flussi di cassa per il rimborso dei titoli emessi e per la retribuzione degli interessi. Tali titoli dovranno essere omogenei sia dal punto di vista giuridico che finanziario.

Nella fase successiva, dopo aver individuato le attività che soddisfano i requisiti per essere cartolarizzate, è necessario esaminare il processo di cessione. In questa fase, diventa essenziale attivare un meccanismo per isolare e separare i crediti legati al processo di cartolarizzazione dal bilancio della società emittente. L'operazione, realizzata mediante la formula della cessione pro-soluto, comporta la creazione di una SPV che acquisisce la proprietà delle attività trasferite dall'*originator*. La SPV diventa così una società *bankruptcy remote*, come precedentemente indicato, ossia un'entità indipendente che, in caso di fallimento dell'*originator*, non è soggetta al rischio derivante da quest'ultimo essendo giuridicamente separata da questo. La SPV svolge quindi le funzioni (i) di intermediazione tra l'*originator* e il mercato dei capitali e (ii) di divisione dei crediti del portafoglio dell'*originator* da quelli che saranno poi oggetto del processo di *securitization*.

Nella fase conclusiva del processo di cartolarizzazione, avviene l'emissione e la collocazione degli ABS sul mercato dei capitali da parte della SPV, al fine di finanziare l'acquisizione dei crediti da parte dell'*originator*. Gli ABS sono trasferiti con una clausola di *limited recourse*. Questa clausola protegge gli emittenti, consentendo loro di non essere responsabili nei confronti degli erogatori oltre i limiti dei titoli ceduti. Di conseguenza, i sottoscrittori non potranno effettuare richieste di risarcimento all'*originator*. Successivamente all'operazione

²⁵ Un alto livello di granularità significa che ci sono molti asset nel collaterale: i *consumer* ABS (carte di credito, prestiti agli studenti, prestiti auto, leasing auto) offrono una forte granularità agli investitori data la piccola dimensione di ciascun *asset*.

di cartolarizzazione, sarà necessario monitorare che le attività acquisite garantiscano il necessario *cash-flow* per il pagamento degli interessi.

d. Aspetti normativi

In ogni giurisdizione, gli elementi chiave della cartolarizzazione sono regolamentati all'interno di specifici standard normativi: la segregazione di attività e flussi di cassa dal rischio di insolvenza dell'originatore, diritti di ricorso limitati nei confronti degli *assets* della SPV contro qualsiasi richiesta di terzi, limitati diritti di esecuzione contro la vendita del portafoglio cartolarizzato. Tuttavia, la regolamentazione svolge un ruolo rilevante nell'incrementare lo sviluppo del mercato della cartolarizzazione anche a livello multi-giurisdizionale, livellando il campo di gioco per gli *originator* e gli investitori.

Come risposta alla crisi finanziaria globale, i *policy makers* di tutto il mondo hanno iniziato a introdurre un quadro sempre più rigoroso per la cartolarizzazione al fine di contribuire a rendere l'industria finanziaria più resiliente e facilitare la sostenibilità dello sviluppo del mercato della cartolarizzazione. L'impegno normativo è ancora in corso, ma gli elementi chiave sono legati all'evidenza che le cartolarizzazioni possono essere strutturate in molti modi diversi e in diverse giurisdizioni, ma il trattamento patrimoniale delle esposizioni ai rischi incorporati in una cartolarizzazione deve essere considerato sulla base della sua sostanza economica piuttosto che della sua forma legale.

Un altro pilastro dell'impegno normativo comune è aumentare il livello di trasparenza e divulgazione, sia a livello del portafoglio sottostante cartolarizzato che a livello legale e strutturale della cartolarizzazione. I criteri di cartolarizzazione semplici, trasparenti e standardizzate (STS) sono diventati un mantra per i regolatori.

- (i) La semplicità si riferisce all'omogeneità del *pool* di attività sottostanti e della struttura di capitale della transazione.
- (ii) La trasparenza mira a fornire un livello sufficiente di divulgazione sul portafoglio, la struttura della transazione, le parti coinvolte e a promuovere la comprensione dei rischi incorporati nella struttura alla chiusura e durante la durata della transazione.
- (iii) La standardizzazione intende facilitare l'analisi delle classi di attività e la valutazione delle performance in diverse giurisdizioni.

I criteri STS sono destinati a facilitare qualsiasi parte coinvolta in una transazione di cartolarizzazione nella valutazione dei rischi e dei rendimenti coinvolti in una particolare transazione e consentire loro di effettuare confronti più facili tra diverse operazioni all'interno di una classe di attività e tra portafogli originati in diverse giurisdizioni.

L'operazione di cartolarizzazione è disciplinata nella giurisdizione italiana dalla legge 130/1999. L'art. 1 l.130/1999 prevede che la legge si applichi a tutte le operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, quando la società cessionaria sia in possesso delle caratteristiche di cui all'art. 3 l. 130/1999 e purché le somme pagate dai debitori ceduti siano caratterizzate da un vincolo di destinazione esclusiva a favore dei sottoscrittori dei titoli.

L'art. 7 l. 130/1999 rende applicabili le norme di cui agli artt. 1-6 l. 130/1999, in quanto compatibili, anche alle operazioni di cartolarizzazione che assolvono ad una funzione di finanziamento dell'*originator*, senza prevedere, tuttavia, la cessione del portafoglio crediti destinato a soddisfare i diritti degli investitori (art. 7 lett. a l. 130/1999): c.d. *subparticipation*, o che si realizzano mediante la cessione dei crediti a fondi comuni di investimento (art. 7 lett. b l.130/1999).

Tre, di conseguenza, sono i modelli di *securitization* tipizzati dal legislatore italiano: la cartolarizzazione mediante SPV; la *subparticipation*; e la cessione dei crediti a fondi comuni di investimento.

La *subparticipation* è una tecnica finanziaria che si è sviluppata, negli ultimi anni, in alternativa alla *securitization* e che, rispetto a quest'ultima, non prevede il trasferimento alla società emittente del portafoglio crediti destinato alla soddisfazione degli investitori. Essa, in sostanza, si basa su una duplice operazione di finanziamento: l'una, posta in essere dai sottoscrittori dei titoli a favore della società veicolo; l'altra, realizzata da quest'ultima a favore dell'*originator*. La SPV, emettendo i titoli oggetto di cartolarizzazione, si procura il denaro necessario per finanziare l'*originator*; questi, ricevuto il finanziamento, si obbliga a restituirlo alla società emittente e, attraverso questa, agli investitori.

Il terzo modello risulta essere quello maggiormente diffuso nei paesi di *civil law* e si basa sulla cessione dei crediti ad un fondo comune di investimento. Si tratta di un'ipotesi nella quale i titoli offerti al pubblico degli investitori, anziché incorporare un credito nei confronti della società emittente, rappresentano semplicemente le quote di partecipazione ad un fondo, gestito da una società di gestione.

Per quanto concerne i paesi di *common law*, in questo caso si farà particolare riferimento al Regno Unito e alle conseguenze successive alla sua uscita dall'Unione Europea. Mentre prima della Brexit la regolamentazione inglese si uniformava alla disciplina europea (cui si farà riferimento successivamente), ora sta subendo importanti cambiamenti. Infatti, nel luglio 2023 è stata pubblicata da parte del *His Majesty Treasury* (HM Treasury) la bozza della nuova Regolamentazione sulla Cartolarizzazione 2023 ²⁶. Questa bozza dispone di attribuire i poteri di prevedere norme e modellare il sistema alla *Financial Conduct Authority* (FCA) e alla *Prudential Regulation Authority* (PRA). Entrambi questi organi hanno iniziato delle consultazioni nell'estate 2023, le quali vengono osservate con molta attenzione in quanto fondamentali nel determinare la futura implementazione pratica delle norme. La scelta di attribuire questi poteri di regolamentazione alle suddette autorità è stata accolta molto positivamente; si ritiene infatti che questo consentirà l'adozione di una legislazione più in linea con le esigenze di mercato e più facilmente modificabile. In aggiunta si ritiene sarà una legislazione più flessibile e attenta agli investitori. Tuttavia, è stato sottolineato come troppa divergenza nella regolamentazione inglese rispetto agli altri paesi dell'Unione Europea potrebbe comportare difficoltà nelle operazioni internazionali. In ogni caso e prima di procedere ad ulteriori valutazioni, sarà necessario attendere l'adozione di una regolamentazione definitiva da parte di queste autorità.

²⁶ <https://www.gov.uk/government/publications/securitisation-regulations-2023-draft-si-and-policy-note>

e. Cartolarizzazioni pubbliche e private

Il Regolamento UE 2017/2402 dell'Unione Europea, noto come "Regolamento Cartolarizzazioni", ha introdotto norme uniformi a livello dell'Unione per le operazioni di cartolarizzazione e un *framework* specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS), in vigore dal 1° gennaio 2019.

Questo regolamento crea un quadro giuridico armonizzato per i principali attori coinvolti nelle operazioni di cartolarizzazione nell'Unione Europea. Inoltre, stabilisce un approccio specifico per le cartolarizzazioni STS al fine di migliorare la trasparenza ed eliminare tutti gli elementi che possano rendere tali operazioni molto complesse, opache e rischiose, così da consentire agli investitori di applicare un quadro prudenziale più sensibile al rischio.

La disciplina mira in particolare a:

- (i) stabilire un quadro generale per la cartolarizzazione, definendo le norme comuni per tutti gli operatori di mercato coinvolti in tali operazioni, come cedenti, promotori, emittenti e investitori istituzionali
- (ii) mantenimento del rischio: l'art.6 reg. UE 2017/2402 impone ai cedenti, promotori o prestatori originari di mantenere almeno il 5% dell'interesse economico netto nella cartolarizzazione per l'intera durata dell'operazione. Questo requisito si estende anche agli investitori istituzionali, i quali possono detenere posizioni nella cartolarizzazione solo se viene mantenuto un interesse economico netto rilevante pari almeno al 5%. Il legislatore ha previsto questa norma per fare in modo che anche i cedenti mantengano una partecipazione costante nella performance della cartolarizzazione (in gergo, la c.d. "*skin in the game*") e, quindi, per prevenire il ripetersi del modello "*originate to distribute*" (secondo cui gli istituti di credito concedono finanziamenti applicando politiche di erogazione del credito "deboli" in quanto consapevoli che i rischi correlati a tali erogazioni saranno poi ceduti a terzi) che ha causato la crisi finanziaria dei mutui subprime tra il 2007 e il 2010 negli Stati Uniti;
- (iii) *due diligence* e trasparenza: Gli investitori istituzionali devono condurre un'accurata *due diligence* prima di detenere una posizione nella cartolarizzazione. L'art. 7 reg. UE 2017/2402 impone ai cedenti, promotori e alle società veicolo di mettere a disposizione documentazione pertinente che descrive le caratteristiche della cartolarizzazione. Inoltre, richiede di comunicare periodicamente dati significativi sulla qualità creditizia e sulle performance delle esposizioni sottostanti. Queste informazioni vengono trasmesse attraverso moduli standardizzati ai repertori di dati sulle cartolarizzazioni.

L'art. 4 *septies* del Testo Unico della Finanza (TUF) assegna alle autorità nazionali Consob, la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP le competenze di vigilanza derivanti dal Regolamento Cartolarizzazioni in ambito nazionale. La Consob, in particolare, è responsabile della vigilanza su vari aspetti, tra cui la vendita di cartolarizzazioni ai clienti *retail*, il rispetto degli

artt. 6, 7, 8 e 9 reg. UE 2017/2402 in determinate circostanze, la conformità agli artt. 18 - 27 reg. UE 2017/2402 per le cartolarizzazioni STS, e la supervisione del verificatore terzo secondo le disposizioni dell'art. 27 co. 2 reg. UE 2017/2402, compresa l'attribuzione e la revoca dell'autorizzazione di cui all'art. 28 reg. UE 2017/2402.

La cartolarizzazione dei crediti è accessibile sia ad aziende private che a enti pubblici. Nel settore pubblico, le operazioni di cartolarizzazione coinvolgono spesso crediti come quelli dell'INPS o della Cassa Depositi e Prestiti, oltre al patrimonio immobiliare pubblico. Queste operazioni, rispettando il principio amministrativo di finalizzazione, utilizzano strumenti di diritto privato per perseguire obiettivi di interesse pubblico. Inoltre, come segnalato sopra, il Regolamento prevede obblighi di *due diligence* sia quantitativi che qualitativi incombenti sugli investitori istituzionali. Tali obblighi devono essere ottemperati prima di procedere con l'acquisto delle cartolarizzazioni interessate.

Le cartolarizzazioni private, definite come operazioni per le quali non è richiesto un prospetto in conformità al Regolamento UE 2017/1129 che ha abrogato la precedente direttiva CE 2003/71, devono rispettare le stesse normative delle cartolarizzazioni pubbliche. Ciononostante, sono esentate dall'obbligo di utilizzare il repertorio di dati sulle cartolarizzazioni per la comunicazione delle informazioni prescritte dall'art. 7 reg. UE 2017/2402. Le cartolarizzazioni private rappresentano una significativa fonte aggiuntiva di finanziamento per le imprese e si rivolgono principalmente a nicchie di mercato specifiche. Ad esempio, sono preferibili quando il rapporto diretto tra investitore e cedente è cruciale, quando l'emittente necessita di controllare l'accesso a dati particolarmente sensibili o quando i volumi delle operazioni sono troppo limitati per giustificare il costo di un'offerta pubblica. Tuttavia, i legislatori hanno introdotto precauzioni per evitare l'uso delle cartolarizzazioni private per eludere gli oneri di trasparenza applicati alle cartolarizzazioni pubbliche.

Attualmente, non esiste un modulo specifico per le cartolarizzazioni private. Malgrado ciò, i cedenti, i promotori o le società veicolo coinvolti in cartolarizzazioni private devono compilare i dettagliati moduli utilizzati anche per le cartolarizzazioni pubbliche, ma non è obbligatorio trasmetterli attraverso un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni.

* * *

V. CASE STUDY

a. Introduzione

Le informazioni e i dati di seguito riportati ineriscono all'operazione di cartolarizzazione realizzata da IFIS NPL 2021-1 SPV S.r.l." (la "SPV") nel mese di Marzo 2021 e, successivamente, oggetto di ristrutturazione nel mese di Luglio 2023 (di seguito, l'"Operazione"). Al fine della disamina di cui alla presente sezione, è stato analizzato esclusivamente il prospetto informativo redatto nel contesto dell'Operazione.

L'Operazione prende le mosse da un'iniziativa di Banca Ifis S.p.A., la quale ha agito nel contesto della stessa in qualità di *co-arranger*.

Data la complessità dell'Operazione, nel prosieguo verranno affrontate solamente alcune delle tematiche dell'Operazione, prediligendo l'analisi degli argomenti ritenuti da noi più meritevoli di trattazione per le finalità del presente documento.

In termini generali, lo studio sarà diviso in due parti: una prima parte relativa alla cessione dei crediti dall'*originator* alla SPV e alle modalità di gestione degli stessi; una seconda parte relativa all'emissione da parte della SPV e conseguente sottoscrizione da parte degli investitori dei titoli *asset backed* al fine di finanziare il prezzo di acquisto dei suddetti crediti.

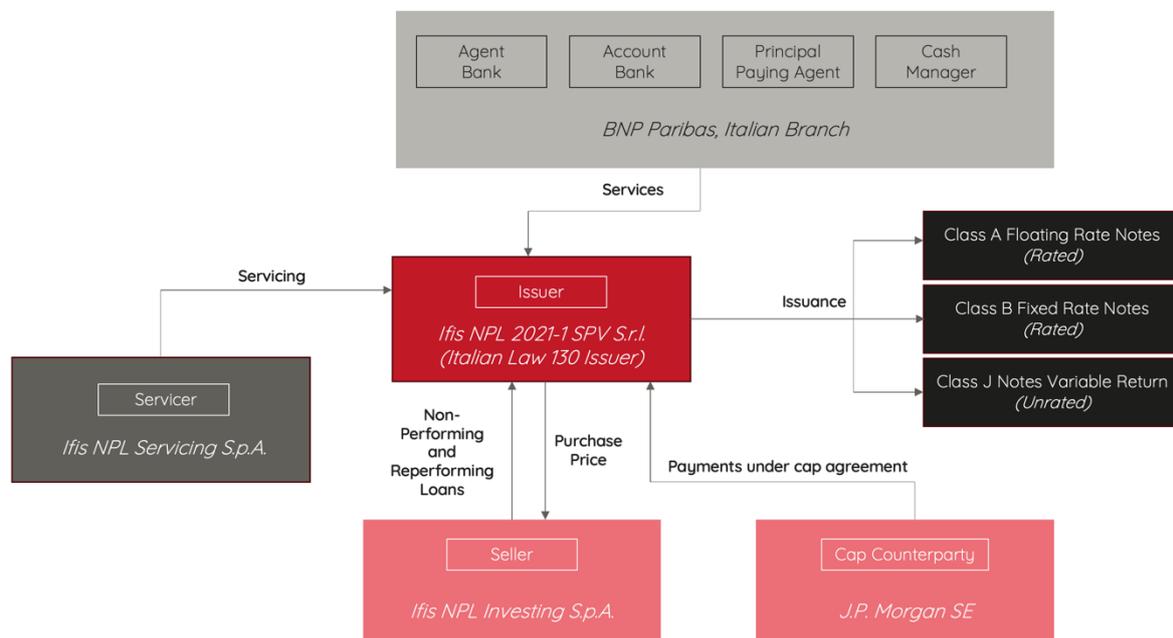


Figura 5.1 – Schema generale dell'operazione

b. I principali soggetti coinvolti nell'Operazione

| SOGGETTO | DESCRIZIONE | RUOLO |
|---------------------|--|--|
| <i>Originator</i> | Ifis Npl Investing S.p.A. (di seguito “ Ifis Investing ”), società per azione di diritto italiano, cap. soc. Euro 22,000,000. Registrata nell'albo degli intermediari finanziari della Banca d'Italia. Soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di Banca Ifis S.p.A. | Soggetto inizialmente titolare dei crediti oggetto di cessione. L'oggetto sociale di Ifis Investing consiste (i) nell'acquisto di crediti, principalmente classificati come <i>non-performing</i> ; (ii) nello svolgimento dell'attività necessarie per la loro gestione, mantenimento e vendita; ed infine (iii) nella partecipazione in transazioni di <i>securitization</i> , sia come promotrice che come investitrice. |
| SPV | Ifis NPL 2021-1 SPV s.r.l. (di seguito “ Ifis SPV ”), società a responsabilità limitata di diritto italiano, cap.soc. Euro 10,000. Iscritta nell'elenco delle società veicolo tenuto dalla Banca d'Italia. | Società appositamente costituita nel 2021 in forma di società a responsabilità limitata e in conformità con l'art. 3 della L.n. 130/1999 in materia di società di società veicolo per le operazioni di cartolarizzazione. Ifis SPV è sia l'acquirente di entrambi i pacchetti di crediti a seguito dei due contratti di cessione avvenuti nel 2021 e nel 2021, sia la società emittente (<i>Issuer</i>) delle <i>Notes</i> che hanno permesso il finanziamento dell'operazione. |
| <i>Servicer</i> | IFIS Npl Servicing S.p.A. (di seguito “ Ifis Servicing ”), società per azioni di diritto italiano, cap.soc. Euro 3,000,000. È iscritta nell'albo degli intermediari finanziari di Banca d'Italia ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di Banca Ifis S.p.A. | Il <i>servicer</i> è il soggetto che si occupa della gestione, per conto dell'acquirente, dei crediti facenti parte del Portafoglio. In particolare, è incaricata della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento relativi all'operazione, sulla base di determinate modalità definite nel prospetto informativo. Qualora Ifis Servicing fosse inadempiente circa alcuni compiti derivanti dal ruolo assunto, è previsto il subentro in veste di <i>Back-up servicer</i> da parte di Zenith Service S.p.A. |
| <i>Co-Arrangers</i> | Banca Ifis S.p.A. (“ Banca Ifis ”), società per azioni di diritto italiano, cap.soc. Euro 53,811,095; società madre del gruppo “Banca Ifis” & JP Morgan SE (“ JP | Il loro ruolo è quello di organizzare l'intera operazione, e di strutturarla come meglio conviene a livello finanziario attraverso un'architettura contrattuale adeguata a raggiungere, al minore costo, gli obiettivi dell'operazione. |

| | | |
|---|---|--|
| | Morgan ”), società per azioni di diritto tedesco. | |
| Sottoscrittori | Ifis Investing & Banca Ifis | A seguito della seconda emissione di titoli nel 2023, gli stessi sono stati sottoscritti da Ifis Investing e Banca Ifis. È interessante notare una caratteristica di questa sottoscrizione nel contesto della ristrutturazione. Banca Ifis era già sottoscrittrice di parte dei titoli emessi in conseguenza della prima operazione del 2021, titoli che sono stati poi in parte rimborsati nell’ottica della seconda emissione nel 2023. Di conseguenza, Banca Ifis ha sottoscritto una parte dei Titoli emessi nel 2023 per un importo complessivo in linea capitale pari all’importo dovuto dalla SPV a titolo di rimborso anticipato dei Titoli del 2021, in modo che l’importo oggetto di rimborso da parte della SPV fosse compensato con il prezzo di sottoscrizione dovuto dalla Banca e relativo ai titoli sottoscritti dalla stessa. Per effetto della suddetta sottoscrizione, parte dei titoli del 2021 sono stati rimborsati e cancellati. Per di più, la successiva emissione di titoli ha permesso di finanziare, oltre al parziale rimborso dei Titoli Iniziali, anche l’acquisto del Portafoglio Successivo (come <i>infra</i> definito). |
| <i>Agent Bank, Account Bank, Paying agent, Cash manager</i> | BNP Paribas, divisione italiana. Società di diritto francese operante tramite la sua sezione italiana, in particolare quella di Milano. | BNP Paribas svolge una serie di servizi prettamente bancari all’interno dell’operazione. BNP infatti, a seconda della veste da lei assunta, adempie a compiti differenti: (a) come <i>Paying Agent</i> , si occupa del pagamento del rimborso della quota capitale e degli interessi delle <i>notes</i> ; (b) come <i>Agent Bank</i> , si occupa di calcolare gli interessi maturati sui titoli emessi da Ifis SPV alla data del pagamento degli stessi; (c) come <i>Paying Agent</i> , di effettuare alcuni ulteriori calcoli in relazione ai titoli emessi; di indicare, in una relazione sui pagamenti, i pagamenti che la SPV deve effettuare a ciascuna data di pagamento; e di preparare relazioni per gli investitori che forniscano informazioni sulla performance del |

| | | |
|--|--|---|
| | | portafoglio sottostante; (d) come <i>Account Bank</i> e <i>Cash Manager</i> , di fornire alla SPV determinati servizi di amministrazione della liquidità e di investimento. |
|--|--|---|

c. Il portafoglio di crediti

Nel contesto dell’Operazione, sono stati ceduti due portafogli di crediti da parte di Ifis Investing: (i) il “**Portafoglio Iniziale**”, relativo alla prima cessione avvenuta nel mese di Marzo 2021; e (ii) il “**Portafoglio Successivo**”, relativo alla seconda cessione avvenuta nel mese di Luglio 2023.

Il portafoglio iniziale

Il portafoglio inizialmente acquisto da Ifis SPV è costituito prevalentemente da crediti deteriorati, come definiti dalla Circolare No. 272/2008 di Banca d’Italia. In particolare, per le banche, questa tipologia di crediti (in inglese i “*non-performing loans*” o “NPL”) sono *esposizioni verso soggetti che non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali* (derivanti generalmente da prestiti contratti con il sistema bancario) *a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria*²⁷.

Il Portafoglio Iniziale era composto da:

- (i) per la parte principale, crediti *unsecured* accompagnati da ordinanza giudiziale di assegnazione (“**Crediti OdA**”)²⁸, e crediti *unsecured* non ancora accompagnati da ordinanza giudiziale di assegnazione, ma comunque in fase di precetto o pignoramento mobiliare (“**Crediti Pre-OdA**”)²⁹

²⁷ BRISCOLINI D., MADDALONI P., NUZZO G., ROMANA RINALDI F., *La qualità del credito. Guida ai dati pubblicati dalla Banca d’Italia*, Banca d’Italia, 28 Febbraio 2023

²⁸ L’ordinanza di assegnazione (OdA) rappresenta l’atto conclusivo dell’esecuzione forzata per espropriazione dei crediti, che attua il trasferimento coattivo del credito pignorato, determinando una modificazione soggettiva nel rapporto obbligatorio intercorrente tra debitore esecutato e terzo. Un Credito OdA, dunque, altro non è che un credito accompagnato da un’ordinanza di assegnazione pronunciata dal giudice competente. Tramite questa ordinanza, il giudice, ai sensi dell’art. 553 c.p.c., fa sì che una parte del salario o della pensione del debitore venga pagata direttamente al creditore rispettivamente da parte del datore di lavoro o dall’ente previdenziale (es. INPS - Istituto Nazionale Previdenza Sociale) per soddisfare l’esposizione residua del debitore nei confronti dello stesso creditore. Per creditore si intende Ifis SPV, il quale ha acquisito i diritti derivanti dalle varie OdA contestualmente al contratto di trasferimento del Portafoglio. Nell’operazione in esame i crediti OdA sono stati classificati in: (i) *active* OdA: comprende le OdA per le quali è stato effettuato un recente pagamento da parte del datore di lavoro o dell’amministratore; (ii) *adjusted* OdA: sono incluse le OdA in cui è prevista una riduzione temporanea dello stipendio per il debitore corrispondente (ad esempio a causa di maternità, cassa integrazione, ecc.); (iii) *queued* OdA: comprende le OdA notificate a un debitore che ha già una parte dello stipendio pignorata da un terzo (diverso dal venditore), quindi l’OdA potrebbe iniziare a pagare in futuro.

²⁹ Differentemente, i Crediti Pre-OdA sono crediti per cui la domanda di assegnazione è in una fase avanzata nel procedimento giudiziale per averne l’ottenimento. Il procedimento, nello specifico, comprende: (i) Il precetto ex art. 480 c.p.c., che consiste nell’atto con cui il creditore esorta il debitore al rispetto dell’obbligazione contenuta nel titolo di esecuzione. Include una pretesa di rimborso aggiornata, la quale deve contenere l’esatta somma dovuta, al netto di ogni parziale pagamento che sia stato effettuato in precedenza, e deve includere gli interessi che si sono accumulati, e i costi in cui il creditore è incorso dall’emissione dell’ordine di esecuzione; (ii) Il pignoramento ex artt. 513 – 522 c.p.c., che si tratta di un atto di esecuzione consistente nella richiesta avanzata dal creditore al giudice di identificare i beni del debitore disponibili per soddisfare la pretesa contenuta nel titolo di esecuzione e nel precetto.

- (ii) per la parte residuale, crediti derivanti da finanziamenti ipotecari (“**Crediti Secured**”).

L’acquisto dei crediti compresi nel Primo Portafoglio da parte della SPV è avvenuto a titolo oneroso e *pro soluto*, senza pertanto alcuna garanzia della solvenza dei debitori ceduti da parte dell’*originator*.

Il portafoglio successivo

Nel contesto della ristrutturazione dell’Operazione, in data 21 luglio 2023, in forza di un nuovo contratto di cessione dei crediti, la SPV ha acquistato dall’*originator* il Portafoglio Successivo composto da:

- (i) ulteriori Crediti Oda e Crediti Pre-Oda;
- (ii) crediti *unsecured* in fase di recupero stragiudiziale³⁰ (“**Crediti Unsecured**”).

In tale contesto, la SPV e l’*originator* hanno stipulato un contratto di riacquisto dei soli Crediti *Secured*.

Di conseguenza, alla luce delle sopraesposte operazioni, il “**Portafoglio Complessivo**” oggetto di cartolarizzazione da parte di Ifis SPV è composto da Crediti Oda, Crediti Pre-Oda, e da Crediti *Unsecured*.

Il portafoglio complessivo

Il Portafoglio Complessivo, risultante a seguito della ristrutturazione del 2023, presenta un valore totale pari a circa €1,9 Miliardi, di cui il 54 % è costituito da Crediti Oda, il 31% da Crediti Pre-Oda ed il restante 15% da Crediti *Unsecured* per cui è stato stipulato un piano di rientro con i relativi debitori.

Oltre alla classificazione sulla base della tipologia di crediti, per quanto riguarda le tipologie di debitori nei cui confronti sono vantati i crediti compresi nel portafoglio, dalle tabelle di seguito riportate è possibile notare che:

- (a) a livello geografico, la maggior parte dei debitori (anche in termini di importi dei crediti) è localizzata nel Sud-Italia e nelle Isole, e la percentuale va diminuendo se si sale verso il Nord-Italia:

³⁰ questi, a seguito di negoziazioni stragiudiziali avvenute tra le parti del rapporto obbligatorio, sono accompagnati da un Piano di Rimborso (e per questa ragione vengono definiti come “Crediti con Piano di Rimborso”). Questi ultimi altro non sono che accordi extragiudiziali tramite i quali una somma, determinata nello stesso accordo, viene rimborsata da parte del debitore attraverso una serie di rate periodiche, tipicamente mensili. Questa somma viene definita sulla base delle possibilità economiche del debitore. In alcuni casi, potrebbe essere considerata la possibilità di stralciare parte della pretesa creditoria in modo da far risultare il debito restante economicamente sostenibile per il debitore. Qualora il debitore non rispettasse il piano, la somma riscuotibile dal creditore tornerebbe a corrispondere alla pretesa iniziale, senza tenere conto dello stralcio.

| Asset type | by Borrower Region | Total Claim Amount (€) | Total Claim Amount (%) | Borrowers (#) | Borrowers (%) |
|----------------------------------|--------------------|------------------------|------------------------|----------------|----------------|
| ODA | South & Islands | 448,106,697 | 43.59% | 23,017 | 41.58% |
| ODA | North | 387,241,438 | 37.67% | 22,269 | 40.23% |
| ODA | Centre | 192,694,376 | 18.74% | 10,069 | 18.19% |
| ODA | Other | 0 | 0.00% | 0 | 0.00% |
| Sub-Total ODA | | 1,028,042,511 | 100.00% | 55,355 | 100.00% |
| Pre ODA | South & Islands | 272,386,565 | 46.20% | 16,842 | 45.28% |
| Pre ODA | North | 188,180,687 | 31.92% | 12,462 | 33.51% |
| Pre ODA | Centre | 129,014,321 | 21.88% | 7,890 | 21.21% |
| Pre ODA | Other | 0 | 0.00% | 0 | 0.00% |
| Sub-Total Pre ODA | | 589,581,574 | 100.00% | 37,194 | 100.00% |
| Repayment Plans | South & Islands | 116,446,922 | 40.19% | 8,216 | 39.75% |
| Repayment Plans | North | 109,764,460 | 38.02% | 9,000 | 39.33% |
| Repayment Plans | Centre | 61,542,781 | 21.67% | 4,589 | 20.85% |
| Repayment Plans | Other | 421,291 | 0.12% | 19 | 0.06% |
| Sub-Total Repayment Plans | | 288,175,454 | 100.00% | 21,824 | 100.00% |
| Total | South & Islands | 836,940,185 | 43.92% | 48,075 | 42.03% |
| Total | North | 685,186,585 | 35.95% | 43,731 | 38.24% |
| Total | Centre | 383,251,478 | 20.11% | 22,548 | 19.71% |
| Total | Other | 421,291 | 0.02% | 19 | 0.02% |
| Total | | 1,905,799,538 | 100.00% | 114,373 | 100.00% |

- (b) complessivamente, l'importo dei crediti vantati nei confronti dei debitori di sesso maschile è sensibilmente maggiore rispetto a quello verso i debitori di sesso femminile, mentre è residuale l'ammontare dei crediti vantati nei confronti di società:

| Asset type | by Borrower Sex | Total Claim Amount (€) | Total Claim Amount (%) | Borrowers (#) | Borrowers (%) |
|----------------------------------|---------------------------|------------------------|------------------------|---------------|----------------|
| ODA | M | 758,874,635 | 73.82% | 40,376 | 72.94% |
| ODA | F | 266,540,959 | 25.93% | 14,916 | 26.95% |
| ODA | Corporate/Joint ownership | 2,626,916 | 0.26% | 63 | 0.11% |
| Sub-Total ODA | | 1,028,042,511 | 100.00% | 55,355 | 100.00% |
| Pre ODA | M | 449,608,950 | 76.26% | 27,661 | 74.37% |
| Pre ODA | F | 136,660,914 | 23.18% | 9,433 | 25.36% |
| Pre ODA | Corporate/Joint ownership | 3,311,710 | 0.56% | 100 | 0.27% |
| Sub-Total Pre ODA | | 589,581,573 | 100.00% | 37,194 | 100.00% |
| Repayment Plans | M | 192,490,723 | 66.80% | 13,661 | 62.60% |
| Repayment Plans | F | 93,125,640 | 32.32% | 7,978 | 36.56% |
| Repayment Plans | Corporate/Joint ownership | 2,559,091 | 0.89% | 185 | 0.85% |
| Sub-Total Repayment Plans | | 288,175,454 | 100.00% | 21,824 | 100.00% |
| Total | M | 1,400,974,308 | 73.51% | 81,698 | 71.43% |
| Total | F | 496,327,514 | 26.04% | 32,327 | 28.26% |
| Total | Corporate/Joint ownership | 8,497,717 | 0.45% | 348 | 0.30% |

- (c) la maggior parte dei debiti sono dovuti da impiegati privati, i quali rappresentano oltre la metà delle posizioni debitorie, mentre il 30% da pensionati. La percentuale restante è dovuta da dipendenti pubblici:

| Asset type | by Borrower Employment Status (only ODA) | Total Claim Amount (€) | Total Claim Amount (%) | Borrowers (#) | Borrowers (%) |
|----------------------|--|------------------------|------------------------|---------------|----------------|
| ODA | Private Employee | 537,888,707 | 52.32% | 31,241 | 56.44% |
| ODA | Pensioner | 314,163,128 | 30.56% | 14,575 | 26.33% |
| ODA | Public employee | 136,672,364 | 13.29% | 7,328 | 13.24% |
| ODA | Not Available | 39,318,311 | 3.82% | 2,211 | 3.99% |
| Sub-Total ODA | | 1,028,042,511 | 100.00% | 55,355 | 100.00% |

d. La figura del servicer e le politiche di riscossione

La figura del *servicer* svolge un ruolo chiave nella gestione degli attivi cartolarizzati. Nel caso specifico, l'emittente ha nominato Ifis Servicing come soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento, oltre che come responsabile della verifica della conformità delle operazioni alla legge ed al prospetto informativo. Ai fini di

adempiere al suo ruolo, egli svolge una serie di attività connesse alla gestione, amministrazione, recupero e riscossione dei crediti³¹.

La nomina del *servicer* viene effettuata tramite il c.d. *servicing agreement*, ove vengono definiti i poteri e le politiche che il *servicer* adotterà nel corso del suo operato. A questo accordo ha preso parte anche il *Monitoring Agent*, il quale ha il compito di verificare, a tutela degli investitori e lungo tutta la durata dell'operazione, che la SPV mantenga un adeguato livello di solidità e di redditività. Nella presente operazione, questo ruolo è coperto da Banca Finanziaria Internazionale S.p.A.

Il *servicer* proseguirà le procedure pendenti intervenendo in nome e per conto dell'emittente ed avvierà nuove procedure, quando necessario o consigliabile ed economicamente vantaggioso.

L'accordo di *servicing* prevede, tra le altre cose, che, oltre all'ordinaria modalità di recupero per vie giudiziali, se ciò risulta necessario o opportuno per una gestione più rapida della procedura di recupero della posizione debitoria, il *servicer* può, agendo in nome e per conto dell'emittente:

- (i) concordare con i debitori piani di rimborso, transazioni, estinzioni anticipate scontate;
- (ii) cedere i crediti a terzi, sempre nei limiti di quanto consentito dal *servicing agreement*
e. *I cash-flows*

Dopo aver analizzato le politiche adottate dal *servicer*, è ora cruciale capire come dette modalità generino flussi di classe all'interno della SPV. Quest'ultimi infatti saranno il mezzo tramite il quale sarà possibile finanziare il rimborso degli stessi titoli emessi, di cui si parlerà al paragrafo successivo.

Ifis Servicing ha sviluppato uno scenario di base ("**Scenario di Base**" o "**Initial Portfolio Base Case Scenario**") per stimare i flussi di cassa attesi del Portafoglio.

Tale stima si basa su due approcci differenti, i quali vengono applicati a seconda dell'esposizione sottostante e sulla base delle sopraesposte tipologie di crediti facenti parte del Portafoglio:

- (i) Crediti *Unsecured* assistiti da ordinanza giudiziaria di assegnazione o in fase di ottenimento dell'ordinanza (Crediti OdA e Pre OdA).
- (ii) Crediti *Unsecured* assistiti da piani di rimborso volontari concordati con i debitori (Crediti con Piani di Rimborso)

Per la parte del Portafoglio assistita da ordinanze giudiziarie di assegnazione (OdA) o in fase di ottenimento di tali ordinanze (Pre-OdA), il *servicer* ha ipotizzato pagamenti periodici da parte dei datori di lavoro dei debitori, nel caso in cui la somma venga tratta dallo

³¹ L'attività di riscossione dei crediti, prevista dall'art. 2, comma 3, lett. c) della L.n. 130/1999, è attribuita al *servicer*, ai sensi del comma 6 del medesimo articolo. Inoltre, sempre al *servicer* ai sensi del comma 6-bis, spetta di verificare la conformità delle operazioni di cartolarizzazione alla legge e al prospetto informativo.

stipendio del lavoratore, o da parte dell'ente previdenziale (INPS), in caso il flusso venga direttamente ricavato dalla pensione del debitore

Per la parte del Portafoglio assistita da piani di rimborso, invece, Ifis Servicing ha ipotizzato pagamenti periodici basati sul programma del piano di rimborso concordato.

Infine, nello Scenario di Base, le spese legali e processuali e le commissioni di servizio sono state dedotte dai flussi di cassa lordi attesi per proiettare i flussi di cassa netti disponibili che entreranno nel patrimonio della SPV.

f. L'emissione dei titoli

Una volta analizzato il Portafoglio di crediti e i flussi che lo stesso può generare, è necessario analizzare il blocco dell'operazione relativo all'emissione dei titoli (“**Notes**”). Questi, allo stesso tempo, finanzieranno l'operazione, rendendola *feasible* da un punto di vista economico, e consentiranno un ritorno sull'investimento ai sottoscrittori degli stessi.

Come inizialmente accennato, nel caso in esame vengono in rilievo due diverse emissioni di *Notes*. Nella prima emissione (“**Original Securitization**”), realizzatasi il 21 Marzo 2021, Ifis SPV ha finanziato l'acquisto del Portafoglio Iniziale attraverso l'emissione dei seguenti titoli:

- (i) € 158,775,000 *Class Ax Asset Backed Floating Rate Notes*, con scadenza a Gennaio 2051 (“Titoli Classe Ax”);
- (ii) € 206,225,000 *Class Ay Asset Backed Floating Rate Notes*, con scadenza Luglio 2051 (“Titoli Classe Ay” e, insieme ai Titoli Classe Ax, “Titoli *Senior Originari*”);
- (iii) € 74,400,000 *Class B Asset Backed Fixed Rate Notes*, con scadenza a Luglio 2051 (“Titoli Mezzanini Originari” e, insieme ai Titoli *Senior Originari*, “Titoli Originari con *Rating*”);
- (iv) € 23,600,000 *Class J Asset Backed Fixed Rate and Variable Return Note*, con scadenza a Luglio 2051 (“Titoli *Junior Originari*” o “**Titoli J1**” e, insieme ai Titoli *Senior Originari* e ai Titoli Mezzanini Originari, “Titoli Originari”).

La seconda emissione di titoli si è resa successivamente necessaria a seguito della cessione di un ulteriore pacchetto di crediti verso Ifis SPV in un'ottica di ristrutturazione dell'*Original Securitization*.

La ristrutturazione ha comportato il rimborso delle *Notes* emesse a seguito dell'*Original Securitization*, ad eccezione dei Titoli J1, e l'emissione di una seconda “*serie*” di titoli. Per finanziare la seconda operazione, infatti, Ifis SPV ha emesso tre *tranches* di titoli il 28 Luglio 2023:

- (i) € 515,000,000 *Class A Asset Backed Floating Rate Notes* con scadenza Gennaio 2060 (“**Titoli Senior Successivi**”);
- (ii) € 90,000,000 *Class B Asset Backed Fixed Rate Notes* con scadenza Gennaio 2060 (“**Titoli Mezzanini Successivi**” e, insieme ai Titoli *Senior Successivi*, i “Titoli

Successivi con *Rating*”). Questi titoli potranno essere quotati sul segmento professionale ExtraMOT PRO del mercato regolamento ExtraMOT di Borsa Italiana S.p.A. e potranno essere utilizzati per operazioni di Repo³² con controparti istituzionali

- (iii) € 25,000,000 *Class J2 Asset Backed Fixed Rate and Variable Return Notes* con scadenza Gennaio 2060 (“**Titoli J2**”, rispettivamente, congiuntamente ai Titoli Successivi con *Rating*, “**Titoli Successivi**” e, congiuntamente ai Titoli J1, “**Titoli Junior**”)

Perciò, alla seconda data di emissione, e conseguentemente al rimborso di parte dei titoli emessi nel contesto nella cartolarizzazione iniziale, vengono in rilievo i seguenti titoli:

- € 23,600,000 *Class J1 Asset Backed Fixed Rate and Variable Return Notes* con scadenza Luglio 2051;
- € 515,000,000 *Class A Asset Backed Floating Rate Notes* con scadenza Gennaio 2060;
- € 90,000,000 *Class B Asset Backed Fixed Rate Notes* con scadenza Gennaio 2060;
- € 25,000,000 *Class J2 Asset Backed Fixed Rate and Variable Return Notes* con scadenza Gennaio 2060.

I titoli successivi sono stati sottoscritti da Ifis Investing e dalla Banca.

Gli interessi su questi titoli saranno pagati a scadenza semestrale; la prima data di pagamento degli interessi dei titoli successivi (emessi 28 Luglio 2023) sarà a Gennaio 2024.

Tra le diverse categorie di titoli emessi, solo quelli di Classe A e Classe B sono state valutate da apposite agenzie di *rating*. Questo giudizio, fornito da società esterne e indipendenti preposte a questo tipo di attività, mira a fornire una valutazione sintetica del profilo di rischio delle *Notes*, ed è basato sostanzialmente sulla capacità della società di adempiere al proprio debito, e quindi di rimborsare l’investimento. Le agenzie di *rating* rimangono vigili durante il corso dell’operazione e, laddove fosse necessario, possono modificare la loro valutazione. Nel caso di specie, diverse sono le agenzie di *rating* ad aver fornito la propria valutazione sui titoli, come dimostrato nella seguente tabella:

| | <i>Moody’s Italia s.r.l.</i> | <i>Scope Ratings GmbH</i> | <i>ARC Ratings S.A.</i> |
|--------------------|------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| Titoli di classe A | Baa2 | BBB+ | BBB+ |
| Titoli di classe B | Caa1 | B | B |

I titoli Classe B, Serie J1 e J2 hanno tutti un tasso di interesse fisso, pari rispettivamente al 6% per i Titoli B e al 12% per i Titoli *Junior*. Al contrario i Titoli *Senior* Successivi (Classe A) sono caratterizzati da un tasso di interesse variabile pari alla somma dell’EURIBOR a sei mesi e il 2.8% annuo per ogni periodo di interesse.

³² I contratti di Repo sono contratti in cui un venditore cede a pronti in cambio di denaro uno o più titoli e contemporaneamente si impegna a riacquistarli in data futura dallo stesso acquirente ad un prezzo prestabilito. La differenza tra il prezzo a pronti ed il prezzo a termine, rapportata al prezzo a pronti, rappresenta il tasso del contratto Repo (Definizione fornita dal Ministero dell’Economia e delle Finanze Italiano)

g. *Orders Of Priority*

Il pagamento degli interessi sui Titoli emessi e le altre spese in capo all'SPV segue, sulla base dei fondi disponibili della stessa (c.d. *issuer available funds*), un ordine di priorità dettagliatamente esposto nelle *terms and conditions* dei Titoli nonché prospetto informativo.

Il caso considerato presenta due distinti ordini di priorità per il rimborso dei titoli in caso di specifici eventi.

In particolare, l'operazione si caratterizza per specifici pagamenti a cascata definiti rispettivamente come "**Pre-acceleration**" *order of priority* e "**Acceleration**" *order of priority*. Il primo rappresenta la principale sequenza di pagamenti dell'operazione, ovvero sia il decorso ideale che la stessa dovrebbe seguire come immaginata dalle parti. Il secondo, invece, prevede un decorso differente, sempre esposto nel prospetto informativo, il quale potrebbe verificarsi esclusivamente a seguito del verificarsi di determinati eventi specifici.

La cascata di pagamenti prevista per l'operazione è articolata in 14 punti (c.d. *items*) e, ai fini della nostra discussione, non risulta necessario riportarli tutti nel dettaglio. È importante però analizzare la *ratio* di questo ordine.

Primi tra tutti a dover essere soddisfatti non sono i portatori delle *Notes*, bensì vanno prima pagati una serie di costi generali di primaria importanza, fondamentali per il regolare proseguimento dell'operazione. Questi devono essere soddisfatti *pari passu* e *pro rata* nella misura dei rispetti importi, e sono:

- (a) le commissioni di *servicing*;
- (b) tutti i costi e le spese necessarie per preservare l'esistenza societaria di Ifis SPV;
- (c) tutti i costi e le tasse richieste ai fini del mantenimento del *rating* dei Titoli soggetti al giudizio delle agenzie di *rating*;
- (d) gli onorari, le spese e tutti gli altri importi dovuti al Rappresentante dei Portatori di *Notes*;

La priorità nel pagamento degli interessi e della quota capitale relativa alle *Notes* varia sulla base del grado di rischio insito nella natura delle stesse, e, più dettagliatamente:

- quarto posto nella cascata di pagamenti viene attribuito al pagamento degli interessi sui Titoli di Classe A;
- al sesto posto viene collocato il rimborso degli interessi ai titolari delle *Notes* di Classe B;
- il pagamento degli interessi dovuti per le *Notes* di Classe J si trova invece al dodicesimo posto della cascata dei pagamenti.

Questo ordine, relativo al solo pagamento della quota di interessi dei titoli, rispecchia perfettamente la natura dei suddetti titoli. La Classe A, quella dei Titoli *Senior*, viene prioritizzata rispetto alle altre categorie a seguito del minor rendimento dalle stesse offerto e dalle esigenze che, generalmente, i titoli *Senior* vanno a soddisfare, come esposto nella parte generale del presente *paper*. Per le Classi B e J, coerentemente con quanto detto fin ora, viene effettuato un ragionamento analogo: maggiore è il rendimento offerto dai titoli,

più aumenta il grado di rischio dell'investimento e, di conseguenza, la loro posizione viene postergata nei flussi di pagamento dell'operazione.

Al contrario, in presenza delle condizioni specificate nel prospetto, l'operazione segue la seconda sequenza di pagamenti, l'*Acceleration order of priority*, che regola come i fondi dell'emittente saranno impiegati per rimborsare i titoli a seguito del verificarsi di uno dei seguenti eventi: (i) notifica di avvenimento di un *Trigger Event* (come *infra* definito); (ii) *redemption from taxation*; (iii) *optional redemption*;

In base alla tipologia di evento verificatosi, il prospetto prevede tempistiche diverse per il rimborso. Ai fini di una maggior chiarezza espositiva, verrà preso in considerazione esclusivamente il primo caso.

A seguito del verificarsi di un *Trigger Event*, è previsto che il Rappresentante degli Obbligazionisti³³ notifichi all'SPV una *Trigger Notice* con la quale dichiara che i titoli devono essere rimborsati, insieme agli interessi maturati e che, dunque, si applicherà l'*Acceleration order of priority*.

Un *Trigger event* si verifica in caso di:

- (i) mancato pagamento: l'emittente non adempie al pagamento dell'importo principale del titolo dovuto a scadenza
- (ii) inadempimento di altri obblighi: l'emittente fallisce nell'adempimento o nell'osservanza di una qualsiasi delle sue obbligazioni in relazione ai titoli
- (iii) insolvenza: l'emittente diventa soggetto a qualsiasi procedura di insolvenza
- (iv) illiceità: diventa illegale per l'emittente eseguire o conformarsi a una qualsiasi delle sue obbligazioni ai sensi o in relazione ai titoli.

Dunque, a seguito della notifica dell'evento, c.d. *Trigger Notice*, Ifis SPV dovrà rimborsare ai titolari la quota capitale dei Titoli.

b. Transaction Documents

Nel contesto dell'operazione, diversi sono i documenti contrattuali che vengono in rilievo, di seguito viene fornita una breve esposizione dei principali:

- (i) Contratto di Cessione del Portafoglio

I principali documenti relativi alla cessione dei portafogli sottostanti sono rappresentati dagli accordi di trasferimento.

L'accordo di trasferimento iniziale, relativo al Portafoglio Iniziale, è datato 1° Marzo 2021, e prevede un accordo tra cedente e cessionario, rispettivamente Ifis Investing e Ifis SPV, in cui la prima si impegna a cedere *pro soluto* crediti monetari, classificati come *non-performing*,

³³ Il rappresentante degli obbligazionisti è una persona fisica o giuridica che ha il compito di tutelare gli interessi dei sottoscrittori di titoli obbligazionari emessi da una società. Il rappresentante di regola è nominato dall'assemblea degli obbligazionisti, che è l'organo collegiale che delibera su materie di interesse comune dei creditori.

per un prezzo pari al prezzo di acquisto individuale di ognuno dei crediti sopra menzionati compresi nel Portafoglio Iniziale.

Inoltre, le parti hanno stabilito che ogni spesa, costo, tassa o imposta, interessi aggiuntivi o penali per il mancato pagamento, relativi o derivanti dall'Accordo di Trasferimento Iniziale, o dall'assegnazione dei crediti oggetto dell'accordo, ricadranno sotto la responsabilità del cedente. Ifis Investing e Ifis SPV, infine, hanno stabilito che ogni aspetto dell'accordo è governato dalla legge italiana, e ogni eventuale controversia cade sotto la giurisdizione del Tribunale di Milano.

Per quanto riguarda l'Accordo di Trasferimento Successivo, relativo al Portafoglio Successivo, è datato 21 Luglio 2023, e prevede la ristrutturazione della cartolarizzazione figlia dell'accordo iniziale sopra descritto. Il contratto è stipulato tra le stesse due parti, e per esso valgono le stesse condizioni fatte per l'accordo precedente in ordine al prezzo di acquisto dei crediti, alla clausola riguardante i costi e le tasse sopravvenuti, e la legge sotto cui è stipulato l'accordo e la giurisdizione territoriale in caso di controversie.

A questo secondo accordo viene aggiunta una clausola riguardante i costi e le spese relative alla gestione e alla riscossione dei crediti. Essa prevede che, per quanto riguarda le fatture relative ai crediti emesse precedentemente al 31 Luglio 2023, la compagnia cedente sarà l'unica responsabile per quanto riguarda i costi e le spese relative alla gestione e alla riscossione dei crediti, ivi comprese spese legali, spese di giudizio, IVA, e spese di servizio. Queste spese, se erroneamente o preventivamente pagate dal cessionario, dovranno essere prontamente rimborsate. Tuttavia, per le spese e i costi aggiuntivi e sopravvenuti riguardanti gestione e riscossione dei crediti, oltre a tutte le eventualità già menzionate, pervenute con fattura successiva al 31 Luglio 2023, ricadranno a carico del cessionario. Se questi saranno pagati dal Ifis Investing, la società avrà diritto a rimborso da parte della SPV da pervenirsi entro 15 giorni lavorativi.

(ii) *Subsequent warranties and indemnity agreement*

Entrambi gli accordi di cessione dei portafogli sono dotati di un accordo di garanzia e di indennità, i quali pongono garanzie riguardo al possibile inadempimento contrattuale della controparte. In particolare, Ifis Investing si impegna a risarcire Ifis SPV in caso di danni derivanti da di quattro situazioni esplicitamente descritte nell'accordo, consistenti nello specifico in danni derivanti: (i) dall'esercizio di clausole di *clawback* o altri diritti restitutori da parte di terzi; (ii) dall'esercizio di eccezioni di compensazione o di altre pretese risarcitorie e/o restitutorie da parte di terzi; (iii) dall'insorgere, prima della data di adempimento delle formalità di trasferimento dei Crediti previste da ciascun Contratto di Cessione, di diritti in capo a debitori ceduti o a garanti che possono essere compensati con i crediti oggetto della cessione; e (iv) da qualsiasi frode e violazione della legge da parte del Venditore nella gestione, amministrazione, riscossione e recupero dei Crediti. Oltre a queste situazioni, Ifis Investing si impegna a indennizzare il cessionario per ogni evenienza che possa essere classificata come violazione contrattuale.

Infine, con particolare riferimento all'Accordo di Trasferimento Successivo, questo è accompagnato da una serie di documenti aggiuntivi riguardanti la transazione, i quali, in

sostanza, descrivono gli elementi peculiari riguardanti la ristrutturazione. Di preciso, questi consistono in:

- (a) Un accordo generale di modifica, in cui tutte le parti, non solo cessionario e cedente, *inter alia* decidono di includere il Portafoglio Successivo e i titoli emessi in seguito all'Accordo Successivo di Trasferimento come parte dell'accordo, oltre ad accordare il riscatto completo e anticipato dei titoli di Classe A e Classe B originariamente emessi dalla SPV;
- (b) Un accordo di riacquisto, con cui Ifis Investing riprende il possesso dei Crediti con Piano di Rimborso precedentemente ceduti;
- (c) Un accordo tra creditori che attribuisce a Ifis Investing il diritto di ricomprare o comprare altri titoli ceduti alla SPV, o anche l'intero Portafoglio Complessivo, secondo un modello che ricalca una *Call Option*.

(iii) *Servicing agreement*

Costituisce il documento tramite il quale è regolata l'attività svolta dal Ifis Servicing. Tramite lo stesso Ifis SPV nomina il *servicer* come soggetto incaricato (i) della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento, e responsabile della verifica della conformità delle operazioni alla legge ed al prospetto informativo, ai sensi dell'articolo 2, comma 3, lettera (c) e comma 6-bis della L.n. 130/1999; (ii) a svolgere alcune attività relative alla gestione, all'amministrazione, al recupero e all'incasso dei crediti e le contestuali attività di reporting.

(iv) *General amendment agreement*

Il *General amendment agreement* costituisce il contratto tramite il quale tutte le parti della cartolarizzazione (i) concordano di includere all'interno dei documenti relativi all'operazione il riferimento al Portafoglio Successivo e ai Titoli di Classe A, B e J2 (Titoli Successivi); (ii) acconsentono al rimborso anticipato dei Titoli Iniziali.

(v) *Intercreditor agreement*

L'operazione prevede infine una sezione relativa ai rapporti tra i diversi portatori dei Titoli. Difatti, tra di loro, Ifis SPV, Ifis Investing (in qualità di società cedente del portafoglio di crediti), e il Rappresentante dei Portatori di Obbligazioni, viene stipulato un "***Intercreditor Agreement***", all'interno del quale sono previste disposizioni relative all'applicazione delle raccolte di pagamento relative al portafoglio e l'ordine di priorità da seguire.

Tra queste disposizioni, è previsto che, a seguito di una *Trigger Notice*, notificata a Ifis SPV al verificarsi di un *trigger event*, tutti i fondi disponibili dell'emittente saranno destinati alla soddisfazione degli obblighi di pagamento dell'Emittente nei confronti dei titolari di obbligazioni e degli altri creditori dell'emittente, in conformità con l'*Acceleration order of priority* stabilito nell'accordo.

Inoltre, ai sensi di questo accordo, l'emittente ha concesso a Ifis Investing un diritto di opzione che consente alla stessa, o a qualsiasi altra società del Gruppo Banca IFIS designata

dal Ifis Investing, di riacquistare o acquistare alla Società Veicolo i crediti relativi a una o più posizioni debitorie, e, in alcune circostanze, l'intero Portafoglio.

(vi) *Note subscription agreements*

Per mezzo di questi accordi, stipulati tanto per la prima emissione quanto per la seconda, i futuri *Notes subscribers* si impegnano alla sottoscrizione dei titoli che verranno emessi da Ifis SPV secondo i termini e le condizioni presenti negli stessi documenti.

(vii) *Cap agreement*

Come spesso avviene in questo tipo di operazioni, le parti hanno stipulato un *cap agreement*. In questa classe di accordi, un soggetto, venditore del servizio di *cap*, si impegna ad effettuare pagamenti alla controparte se i tassi di interesse salgono al di sopra del tasso concordato. In cambio, la controparte pagherà al venditore un premio iniziale per stipulare il *cap*.

Nello specifico, alla Data di Emissione Iniziale, Ifis SPV ha stipulato una transazione *cap* con la Controparte *Cap* (JP Morgan SE), al fine di coprire la sua potenziale esposizione al tasso di interesse dei titoli a tasso variabile dalla stessa emessi.

Il *cap agreement* e qualsiasi obbligazione non contrattuale derivante da esso o con esso connessa sono disciplinati e interpretati in conformità con la legge inglese.

* * *

Matteo Bettini
Gabriele Mengo
Maria Lanza
Matilde Troiani
Bruno Striano

VI. BIBLIOGRAFIA

- BINI M., *La (cattiva) prassi nella stima dei rapporti di concambio nelle fusioni a seguito di acquisizioni con indebitamento (art. 2501bis c.c.)*, Le Società 5/2017
- CAMPOBASSO G.F., *Manuale di Diritto Commerciale*, Utet, 2020
- CASELLI S., GATTI S., *Structured finance*, Springer, 2017
- COMMITTEE ON BANKRUPTCY AND CORPORATE REORGANIZATION OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK, *Structured finance techniques*, The business lawyer, 1995
- COVAL J., JUREK J., STAFFORD E., *The Economics of Structured Finance*, Harvard, 2008
- DAMILIANO M., *Finanza Strutturata, le operazioni di cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, 2023
- DEKU S. Y., KARA A., *Securitization: Past, Present, Future*, Palgrave Macmillan, 2017
- DOMENICHINI G., *La struttura finanziaria. Articolazione e stratificazione delle fonti di finanziamento dell'impresa*, Manuale Società Commerciali, il Sole 24 ore, 2023
- GALLETTI D., GUERRIERI G., *La cartolarizzazione dei crediti*, Il Mulino, 2009
- GIOVANDO G., *L'operazione di securitization*, Giappichelli, 2021
- GIOVANDO G., *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, 2006
- GLENNIE D.G., DE BOUTER E. C., LUKE R. D., *Securitization*, Kluwer, 1998
- LARREUR C.H., *Structured finance*, Wiley, 2021
- MAGLIULO F., *La fusione delle società*, Ipsoa, 2009
- ORLANDI M., *Leveraged buy-out e fusione inversa*, Amministrazione & Finanza, n. 2/2024
- POTTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore-Torino, 2016
- SAMBRI S.M., *Project Financing, la finanza di progetto per la realizzazione di opere pubbliche*, CEDAM, 2013
- SCANO D., *Project Financing*, Giuffrè, 2006
- VINTER G., PRICE G., LEE D., *Project Finance: A Legal Guide*, Sweet & Maxwell, 2014
- YESCOMBE E.R., *Principles of Project Finance*, Academic Press, 2013
- YUANLIN H., *Legal Risks and Regulatory Suggestions for Cross-Border Leveraged Buyouts*, Department of law, Henan University of Economics and Law, Zhengzhou, China, 2023