

Il Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture” (DJSGE) è il primo dipartimento dell’Università degli Studi di Bari Aldo Moro con sede a Taranto. Esso nasce dall’aggregazione di docenti e ricercatori della II Facoltà di Giurisprudenza, della II Facoltà di Economia, dei corsi di laurea in Scienze della Formazione (Facoltà di Scienze della Formazione) e in Scienze Infermieristiche (Facoltà di Medicina) di Taranto intorno a tematiche di ricerca e di formazione rispondenti alla vocazione mediterranea dell’area ionica: ambiente, tutela della salute e del territorio, diritti ed economie del mare, valorizzazione dei saperi e delle culture dello spazio euro-mediterraneo.

Sullo sfondo concettuale e dottrinale dello “*shadow banking*” e dei “*conduit*” e dei “veicoli” che da più di un decennio costituiscono l’epitome, a volte aspramente criticata, del processo di disintermediazione bancaria, il presente lavoro analizza il Regolamento UE sulle Cartolarizzazioni, ed in particolare il concetto in esso contenuto di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS). Le tradizionali tematiche civilistiche, rifiorite ad inizio anni 2000, allorché l’ordinamento italiano si dotò di una disciplina sua propria delle cartolarizzazioni con la Legge 130 del 1999, vengono rinverdate nel presente lavoro, se non resuscitate dal torpore in cui versavano da tempo, proprio alla luce del nuovo Regolamento Cartolarizzazioni. Da un punto di vista societario, l’attività del veicolo, a livello tanto europeo che domestico, viene analizzata alla luce di una teoria dell’impresa “remota e opaca”, possibile evoluzione “tecnologica” dell’imprenditore occulto, anche in relazione al concetto di separatezza patrimoniale esistente tanto in Italia quanto negli ordinamenti di *common law*. In definitiva, il testo unionale in tema di cartolarizzazione STS (la cosiddetta cartolarizzazione con “marchio doc”), potrebbe avere, anche con i suoi nuovi concetti di *due diligence* e *retention requirement* e la definizione dinamica di cartolarizzazione quale trasferimento di un rischio, piuttosto che di cessione del credito, una portata che, soprattutto prospetticamente, va oltre il confine meramente regolamentare che le è assegnata dal legislatore di Bruxelles.

ISBN 978-88-6611-953-1



9 788866 119531

€ 34,00



P. de Gioia Carabellese

Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate

50

DJSGE Collana del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture”



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI DI BARI
ALDO MORO

Pierre de Gioia Carabellese

Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate

Dallo *shadow banking* al *techno banking*



CACUCCI
EDITORE

Pierre de Gioia Carabellese (Ph.D., LL.M., J.D.), Fellow of Advance HE (York, UK), è Professor (full) of Law in Inghilterra (Chair, tenure vinta a Huddersfield, 2017) ed è Professor (full) of Business Law and Regulation in Australia Chair, tenure, vinta a ECU, 2020. È stato per quattro anni Assistant Professor of Business Law (tenure) e, dal 2012 al 2017, Associate Professor of Business Law (tenure) a Heriot Watt University, Edinburgh. È stato Visiting/Guest Professor/Scientist/Researcher/Lecturer e Adjunct Professor in differenti istituzioni accademiche in Europa, fra cui Complutense, Leiden, Stirling, e in Italia, fra cui Bari, Padova e Cà Foscari. È autore di un centinaio di pubblicazioni, sia in italiano, sia in lingua inglese, per i tipi, fra gli altri, di Edward Elgar (si ricorda in particolare l’edited book con Iris Chiu e Iain MacNeil sullo *shadow banking*) e Routledge (con Matthias Haentjens il volume “European Banking and Financial Law”, nel 2020 alla sua seconda edizione). L’area delle sue ricerche concerne il business law, segnatamente il diritto bancario, la banking and financial regulation ed il diritto societario e dei contratti, incluso il labour law. Ha scritto per riviste internazionali quali, fra le altre: Common Market Law Review, Maastricht Journal of European and Comparative Law, European Business Law Review. Membro negli ultimi anni dello Scottish Graduate School of Arts and Humanities, Law Institute of Scottish Universities, Society of Legal Scholars, Gray’s Inn, è relatore in convegni e seminari nazionali e internazionali, e ha parlato in istituzioni come King’s College, UCL, Glasgow University. È Solicitor & Notary Public a Edimburgo, e Avvocato in Italia.

Pierre de Gioia Carabellese

**Cartolarizzazioni semplici,
trasparenti e standardizzate**
Dallo shadow banking al techno banking



CACUCCI
EDITORE
2020

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

© 2020 Cacucci Editore - Bari

Via Nicolai, 39 - 70122 Bari - Tel. 080/5214220

<http://www.cacuccieditore.it> e-mail: info@cacucci.it

Ai sensi della legge sui diritti d'Autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro, senza il consenso dell'autore e dell'editore.

**Collana del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici
ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture”
Università degli Studi di Bari “Aldo Moro”**

1. Francesco Mastroberti (*a cura di*)

La “Testa di Medusa”. Storia e attualità degli usi civici

2. Francesco Mastroberti, Stefano Vinci, Michele Pepe

Il *Liber Belial* e il processo romano-canonico in Europa tra XV e XVI secolo

3. Bruno Notarnicola, Antonio Felice Uricchio, Giuseppe Tassielli, Pietro Alexander Renzulli, Gianluca Selicato

Elaborazione di un modello di applicazione dei principi e degli strumenti dell’ecologia industriale ad un’area vasta

4. Fabio Caffio, Nicolò Carnimeo, Antonio Leandro

Elementi di Diritto e Geopolitica degli spazi marittimi

5. Aurelio Arnese

Usura e *modus*. Il problema del sovraindebitamento dal mondo antico all’attualità

6. Antonio Uricchio (*a cura di*)

Azione di contrasto della pirateria: dal controllo dei mari a quello dei flussi finanziari

7. Andrea Buccisano

Assistenza amministrativa internazionale dall’accertamento alla riscossione dei tributi

8. Stefano Vinci

Regimento et governo. Amministrazione e finanza nei comuni di Terra d’Otranto tra antico e nuovo regime

9. Francesco Mastroberti

Costituzioni e costituzionalismo tra Francia e Regno di Napoli (1796-1815)

10. Mario Angiulli

I contributi consortili tra beneficio e capacità contributiva

11. Salvatore Antonello Parente

Criteri di deducibilità delle passività e limiti quantitativi del tributo successorio

12. Antonio Felice Uricchio (*a cura di*)

L’emergenza ambientale a Taranto: le risposte del mondo scientifico e le attività del polo “Magna Grecia”

13. Paolo Pardolesi

Profili comparatistici di analisi economica del diritto privato

14. Danila Certosino

Mediazione e giustizia penale

15. Piergiuseppe Otranto

Internet nell’organizzazione amministrativa. Reti di libertà

16. Antonio Felice Uricchio, Mario Aulenta, Gianluca Selicato (*a cura di*)

La dimensione promozionale del fisco

17. Claudio Sciancalepore

Cambiamenti climatici e *green taxes*

18. M.T. Paola Caputi Iambrenghi

La funzione amministrativa neutrale

19. Francesco Scialpi

REF canario e zone franche: la leva fiscale al servizio delle *environmental policy*

20. Michele Indelicato

Neuroscienze e scienze umane

21. Federico Lacava, Piergiuseppe Otranto, Antonio Uricchio (a cura di)

Funzione promozionale del diritto e sistemi di tutela multilivello

22. Nicolò Carnimeo

Fuoco a bordo. *Safety management*, ruoli e responsabilità nel trasporto marittimo passeggeri

23. Aurelio Arnese

La *similitudo* nelle *Institutiones* di Gaio

24. Paola Marongiu

La responsabilità civile dell'Amministrazione finanziaria fra passato e presente

25. Angelica Riccardi

Disabili e lavoro

26. Filippo Varazi

Appunti sulla riferibilità soggettiva delle sanzioni amministrative tributarie

27. Laura Costantino

La problematica degli sprechi nella filiera agroalimentare. Profili introduttivi

28. Giovanna Mastrodonato

Profili procedurali nella nuova amministrazione condivisa in Europa

29. Laura Tafaro

Dagli eroi alle celebrità. Icone e diritto civile

30. Piergiuseppe Otranto

Silenzio e interesse pubblico nell'attività amministrativa

31. Ignazio Lagrotta

La crisi dei partiti e la democrazia in Italia

32. Giovanni Guzzardo

Decostruzione amministrativa nel governo del territorio

33. Mario Angiulli

La disciplina dei fenomeni elusivi/evasivi: dalla collaborazione tra fisco e contribuente alla cooperazione internazionale

35. Giulia Chironi

La tassazione dei beni comuni

36. Giovanna Petrillo

L'abuso dello schermo societario nella disciplina fiscale delle società di comodo. Profili sistematici ed effetti distorsivi

37. Giuseppina Pizzolante

La lotta alle frodi finanziarie nel diritto penale europeo. Tra protezione degli interessi economici dell'Unione europea e nuove sfide poste da bitcoin e criptovalute

38. Giuseppe Sanseverino

Ordine pubblico e buon costume nel diritto della proprietà intellettuale

39. Antonio Felice Uricchio, Maria Casola (a cura di)

Liber Amicorum per Sebastiano Tafaro. L'uomo, la persona e il diritto

40. Salvatore Antonello Parente

Il catasto e gli estremi catastali. Regole di governo e funzione impositiva

41. Guglielmo Fransoni (a cura di)

L'analogia nel diritto tributario

42. Corrado Spriveri

Il sistema penale tributario in Italia. Dalla teoria alla prassi applicativa. Alla luce delle novità introdotte dal c.d. Decreto Fiscale (d.l. n. 124/2019 convertito con modificazioni dalla legge n. 157/2019)

43. Filippo Luigi Giambrone

Finanzföderalismus als Herausforderung des Eu-roparechts

44. Antonio Felice Uricchio, Filippo Luigi Giambrone

Entwicklungen im italienischen Steuerrecht als Herausforderung des neuen europäischen Entwicklungsprozesses

45. Antonio Felice Uricchio, Filippo Luigi Giambrone

European Finance at the Emergency test

46. Flavio Parente

Gli steroidi anabolizzanti androgenici nelle discipline sportive: la tossicità per distretto

47. Paolo Pardolesi, Anna Bitetto

Tutela collettiva e azione di classe. Un'analisi comparativa

48. Antonio Felice Uricchio, Giuseppe Riccio, Ugo Ruffolo (a cura di)

Intelligenza artificiale tra etica e diritti. Prime riflessioni a seguito del libro bianco dell'Unione europea

49. Antonio Felice Uricchio, Gianluca Selicato (a cura di)

Atti della Summer School in "Circular Economy and Environmental Taxation"

50. Pierre de Gioia Carabellese

Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Dallo *shadow banking* al *techno banking*

**Collana della II Facoltà di Giurisprudenza
Università degli Studi di Bari Aldo Moro
Sede di Taranto**

1. Antonio Incampo

Metafisica del processo. Idee per una critica della ragione giuridica

2. Antonio Uricchio

Le frontiere dell'imposizione tra evoluzione tecnologica e nuovi assetti istituzionali

3. Paola Pierri

L'ignoranza dell'età del minore nei delitti sessuali

4. Concetta Maria Nanna (a cura di)

Diritto vivente e sensibilità dell'interprete

5. Marta Basile

Il principio di collaborazione tra fisco e contribuente

6. Antonio Uricchio (a cura di)

Nuove piraterie e ordinamenti giuridici interni e internazionali

7. Paolo Pardolesi (a cura di)

Seminari di diritto privato comparato

8. Nicola Triggiani (a cura di)

La messa alla prova dell'imputato minorenni tra passato, presente e futuro.

L'esperienza del Tribunale di Taranto

9. Salvatore Antonello Parente

I modelli conciliativi delle liti tributarie

10. Nicola d'Amati e Antonio Uricchio (a cura di)

Giovanni Carano Donvito scritti scelti di scienza delle finanze e di diritto finanziario

11. Antonio Uricchio

Il federalismo della crisi o la crisi del federalismo? Dalla legge delega 42/2009 ai decreti attuativi e alla manovra salva Italia

12. Antonio Uricchio (a cura di)

I percorsi del federalismo fiscale

13. Francesco Fratini

Gli interpellati tributari tra doveri di collaborazione dell'amministrazione finanziaria e tutela del contribuente. Contributo allo studio delle tutele nei confronti degli atti non autoritativi dell'amministrazione finanziaria nell'ambito di una prospettiva de iure condendo del sistema delle garanzie dei tax payers

14. Paolo Pardolesi

Contratto e nuove frontiere rimediali. *Disgorgement v. Punitive damages*

15. Annamaria Bonomo

Informazione e pubbliche amministrazioni dall'accesso ai documenti alla disponibilità delle informazioni

16. Gaetano Dammacco, Bronislaw Sitek, Antonio Uricchio (*a cura di*)

Integrazione e politiche di vicinato. Nuovi diritti e nuove economie
Integration and neighbourhood policies. New rights and new economies.
Integracja i polityki sąsiedztwa. Nowe prawo i nowa ekonomia

17. Sławomir Kursa

La diseredazione nel diritto giustiniano

18. Concetta Maria Nanna

Doveri professionali di status e protezione del cliente-consumatore. Contributo alla teoria dell'obbligazione senza prestazione

19. Umberto Violante

Profili giuridici del mercato dei crediti in sofferenza

20. Filippo Rau

La procura alle liti nel processo civile e nel processo tributario

21. Nicolò Carnimeo

La tutela del passeggero nell'era dei vettori low cost. Annotato con la giurisprudenza

22. Giuseppe Ingraio

La tutela della riscossione dei crediti tributari

23. Antonio Incampo

Filosofia del dovere giuridico

24. Nicolò Carnimeo

La pesca sostenibile nel mediterraneo. Strumenti normativi per una politica comune

25. Daniela Caterino

Poteri dei sindaci e governo dell'informazione nelle società quotate

26. Giuseppina Pizzolante

Diritto di asilo e nuove esigenze di protezione internazionale nell'Unione europea

27. Vincenzo Caputi Jambrenghi (*a cura di*)

Effetti economico sociali del federalismo demaniale in Puglia

28. Antonio Perrone

Fatto fiscale e fatto penale: parallelismi e convergenze

29. Maria Concetta Parlato

Le definizioni legislative nel sistema penale tributario

30. Antonio Uricchio (*a cura di*)

Federalismo fiscale: evoluzione e prospettive

31. Maria Rosaria Piccinni

Il tempo della festa tra religione e diritto

32. Gianluca Selicato

Il nuovo accertamento sintetico dei redditi

Collana del Dipartimento Jonico in “Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture” - Università degli Studi di Bari Aldo Moro.

Direzione: Domenico Garofalo, Bruno Notarnicola, Riccardo Pagano

Comitato Scientifico: Cesare Amatulli, Massimo Bilancia, Annamaria Bonomo, Maria Teresa Paola Caputi Jambrenghi, Nicolò Carnimeo, Daniela Caterino, Nicola Fortunato, Pamela Martino, Maria Concetta Nanna, Fabrizio Panza, Pietro Alexander Renzulli, Umberto Salinas, Paolo Stefanì, Laura Tafaro, Giuseppe Tassielli.

Comitato Direttivo: Aurelio Arnese, Danila Certosino, Luigi Iacobellis, Ivan Ingravallo, Ignazio Lagrotta, Francesco Moliterni, Paolo Pardolesi, Angelica Riccardi, Claudio Sciancalepore, Nicola Triggiani, Antonio Felice Uricchio*, Umberto Violante.

Comitato di Redazione: Patrizia Montefusco (Capo redattore), Federica Monteleone, dottorandi di ricerca (Francesca Altamura, Michele Calabria, Marco Del Vecchio, Francesca Nardelli, Francesco Scialpi, Andrea Sestino, Pierluca Turnone).

Il presente volume è stato sottoposto ad una procedura di valutazione basata sul sistema di *Peer Review* a “doppio cieco”.

Gli atti della procedura di revisione sono consultabili presso la segreteria del Dipartimento Jonico.

* In aspettativa per incarico assunto presso l'ANVUR.

Sommario

Prefazione	19
------------------	----

CAPITOLO I

LA FINANZA STRUTTURATA NELL'ORDINAMENTO GIURIDICO DELL'UNIONE

1.1. La finanza strutturata nella sua evoluzione normativa	23
1.2. Le cartolarizzazioni e lo <i>shadow banking</i>	25
1.3. <i>Segue: shadow banking</i> e inefficienze di mercato	32
1.4. <i>Segue: la struttura economica delle cartolarizzazioni</i>	33
1.5. <i>Segue: le forme alternative di finanza strutturata</i>	44
1.6. Una nuova dimensione unionale delle cartolarizzazioni	53
1.7. Finanza strutturata, <i>global financial crisis</i> e <i>securitisation regulation</i>	59

CAPITOLO II

LE CARATTERISTICHE DELLE CARTOLARIZZAZIONI

2.1. Le nuove cartolarizzazioni certificate ed il marchio UE	63
2.2. Semplicità <i>versus</i> complessità	68
2.3. Standardizzazione <i>versus</i> frammentazione	91
2.4. Trasparenza <i>versus</i> opacità	95
2.5. Le cartolarizzazioni dei <i>commercial paper</i>	98
2.6. Nuove cartolarizzazioni e implicazioni di diritto "amministrativo"	104
2.7. L'impianto sanzionatorio, amministrativo e penale	115
2.8. <i>Segue: La pubblicazione delle sanzioni amministrative</i>	125

CAPITOLO III

DAL DIRITTO PRIVATO AL DIRITTO PUBBLICO DELLE *SECURITISATION*

3.1. La <i>ratio essendi</i> di una <i>financial regulation</i> delle cartolarizzazioni	127
3.2. La <i>due diligence</i> fra <i>private law</i> e <i>regulation</i>	130

3.3. <i>Retention requirement</i> e l'insostenibile leggerezza della <i>legal opinion</i>	148
3.4. <i>Credit enhancement</i> e garanzia dello Stato (italiano)	155
3.4.1. I <i>retention requirement</i> in merito al veicolo	161
3.4.2. Principali caratteristiche della garanzia dello Stato	162
3.4.3. Modalità della domanda	164
3.4.4. Requisiti di ammissibilità e di "mantenimento"	166
3.4.5. Inefficacia della garanzia	168
3.4.6. I criteri della Banca Centrale Europea in merito ai <i>collateral</i>	171
3.4.7. Procedure per il rilascio della garanzia da parte del MEF	173
3.5. Il <i>sale and purchase agreement</i> e i <i>receivable</i> : dal <i>common law</i> al <i>civil law</i>	175
3.6. L' <i>originator</i> , i <i>debtor</i> e il <i>vehicle</i> nella cartolarizzazione "unionale"	189
3.7. Investitori e tutele del mercato	208
3.8. I <i>bond</i> ed il <i>security trustee</i> nella cartolarizzazione "DOC"	212
3.9. I <i>gatekeeper</i> nel contesto delle cartolarizzazioni unionali	214

CAPITOLO IV

UNA ANALISI SISTEMATICA

4.1. <i>Regulation</i> e <i>securitisation</i>	219
4.2. Finalità della <i>securitisation</i>	221
4.3. Osservazioni critiche sulla finanza strutturata dell'Unione	223
4.4. <i>Segue</i> : valutazioni empiriche	225
4.5. Profili dinamici della cartolarizzazione	228
4.6. <i>Shadow banking</i> e cessione dei crediti	232
4.7. Disintermediazione bancaria e finanza strutturata	237
4.8. Tematiche tradizionali e nuove della cartolarizzazione	239

CAPITOLO V

LA CARTOLARIZZAZIONE FRA BRUXELLES E ROMA

5.1. La disciplina italiana sulle cartolarizzazioni	245
5.2. <i>Segue</i> : norme italiane e norme europee	250
5.3. Verso una nuova dimensione tecnologica di <i>securitisation</i>	262
5.4. Beni pubblici come strumenti di risanamento del bilancio statale	264
5.4.1. Cenni agli strumenti di privatizzazione degli immobili pubblici	270
5.4.2. La dismissione del patrimonio immobiliare statale e la cartolarizzazione	275

5.4.3. La contabilizzazione delle cartolarizzazioni e gli effetti sul bilancio dello Stato	280
5.4.4. I risultati delle cartolarizzazioni degli immobili pubblici: il ruolo della “Cassa”	286
5.5. La (falsa) cartolarizzazione pubblica italiana	292
5.6. Il veicolo, la cartolarizzazione e l’impresa acefala e remota	294
Bibliografia	311

Prefazione

DI DANIELA CATERINO

La *Collana* del Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture ospita da sempre contributi scientifici dei componenti strutturati del Dipartimento e dei giovani allievi e studiosi che con le loro opere monografiche aspirano ad entrare a pieno titolo nella comunità accademica. In quest'occasione, la Collana accoglie l'opera di un Autore già maturo, nostro *alumnus*, che ha compiuto il suo brillante percorso accademico partendo da un Dottorato di ricerca conseguito in Italia, per poi ottenere prestigiosi riconoscimenti in tutto il mondo, con un *curriculum* che vanta incarichi di docenza come *fellow*, *associate professor*, *full professor* in prestigiose Università britanniche (Heriot Watt University a Edimburgo, Huddersfield, Advance HE a York), e la *full professorship* in *Business law and regulation* nell'Università australiana Edith Cowan.

Pierre de Gioia Carabellese è stato ospite nell'A.A. 2018/19 dell'Università degli studi di Bari "Aldo Moro" in qualità di *visiting professor*, svolgendo lezioni sia nei corsi di Diritto Commerciale e di Diritto delle Banche che nell'ambito dei Dottorati di ricerca istituiti presso il DJSGE e presso il Dipartimento di Giurisprudenza. Ha portato a studenti e docenti l'esperienza viva e le conoscenze approfondite dei sistemi giuridici di *common law*, arricchendo noi tutti con il suo eloquio elegante e la sua grande competenza. Come egli stesso ha avuto modo di confidare a noi colleghi che lo abbiamo accompagnato nella sua breve ma significativa esperienza didattica in Italia, gli spunti e gli stimoli che hanno sollecitato in lui il confronto con docenti e discenti della nostra Università sono stati decisivi per avviare una stagione di grande impegno scientifico, culminata nell'elaborazione della presente monografia.

Il pregio maggiore del lavoro, che riflette del resto pienamente il profilo scientifico dello studioso, sta proprio nella capacità di osservare il complesso sistema della disciplina europea della cartolarizzazione dei crediti con uno sguardo doppiamente consapevole, unendo all'approccio flessibile e pragmatico proprio degli studiosi di *common law* il

rigoroso impianto dogmatico caratteristico della tradizione degli studi giuridici continentali.

La trattazione prende avvio da una analisi puntuale e approfondita del quadro normativo, che pone al centro il recente Regolamento UE 2017/2402 sulle cartolarizzazioni, ma non dimentica la disciplina di diritto interno italiano in tema di cessione in blocco dei crediti; si sofferma anche sulla ricostruzione storica dell'evoluzione del regime, sottolineando i guasti della *deregulation* pressoché totale proseguita fino al primo decennio di questo secolo.

Al centro della disamina è altresì il concetto di *shadow banking*, attività meno regolamentata rispetto a quella bancaria tradizionale e per questo tendenzialmente più opaca, che interessa operatori attratti dal *regulatory arbitrage*; le cartolarizzazioni sono state protagoniste della nascita di un vero e proprio mercato parallelo dei finanziamenti, privo delle tutele forti riservate ai depositanti, più rischioso per il sistema, e ciò nonostante connotato da indubbi vantaggi per tutti i soggetti coinvolti, ivi compresi i risparmiatori-investitori.

Il novellato contesto normativo è rivolto a rafforzare il sistema dei controlli e delle garanzie attraverso regole di standardizzazione e trasparenza assistite da adeguate sanzioni; dall'analisi del diritto positivo emergono tuttavia criticità, in particolare, legate all'impalpabilità di alcune contromisure, come ad esempio la *legal opinion* sull'operazione, ma connesse anche – nel caso della disciplina interna – ad una scelta concettuale discutibile di inquadramento come intermediario dello SPV, la società-veicolo protagonista della cartolarizzazione.

Da tali rilievi prende le mosse una riflessione di più ampio respiro, intesa da un lato al rigoroso inquadramento civilistico della fattispecie e dall'altro all'evidenziazione dei profili sistematici di maggiore complessità. I pilastri del sistema vengono così identificati, dal lato della fattispecie, non tanto nel “trasferimento definitivo del rischio di credito”, quanto piuttosto nella segmentazione e frammentazione del rischio stesso e, con riguardo alla disciplina, nei requisiti di “dovuta cautela” (*due diligence*) e di “mantenimento” (*retention*) di cointeressenza nel rischio dell'operazione.

Ma anche il profilo soggettivo e dell'attività sono oggetto di attento esame, in particolare rispetto al tema dell'attribuzione della qualità di imprenditore ai diversi attori dell'operazione, con la ricostruzione di una figura di “impresa remota” cui si deve la regia dell'attività, affiancata da un'impresa “opaca”, il veicolo, tramite il quale si “realizza appieno la disintermediazione bancaria”. E sono proprio i fondamentali aspetti dell'imputazione e della responsabilità dell'attività d'impresa,

temi cari alla tradizione giuscommercialistica italiana, a rappresentare la frontiera più problematica e irrisolta, ma al contempo più innovativa e interessante, della cartolarizzazione; frontiera che si arricchisce di nuovi profili di novità, non particolarmente rassicuranti, per via delle innovazioni connesse al *techno banking*.

Il lavoro di Pierre de Gioia Carabellese, fondato su una solidissima base bibliografica e su competenze comparatistiche indiscutibili, scorre con grande agilità e chiarezza tra i temi della regolazione finanziaria, dell'impresa e dei mercati, fornendo al lettore informazioni preziose e una chiave di lettura innovativa del fenomeno delle cartolarizzazioni. Siamo lieti pertanto di ospitarlo nella Collana del Dipartimento, certi che non mancheranno future occasioni per alimentare questo fecondo dialogo scientifico.