

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

GENNAIO/MARZO

2018

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE SCIENTIFICA**

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,  
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,  
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO  
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO  
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO  
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA  
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA  
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,  
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,  
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA  
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

## **DIREZIONE ESECUTIVA**

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,  
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA  
SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,  
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,  
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA  
STANCA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

## **La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici**

**SOMMARIO:** 1. La cartolarizzazione dei crediti in sofferenza e del rischio di credito - 2. La garanzia statale per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze (c.d. GACS): profili civilistici – 2.1. La GACS e il contratto autonomo di garanzia - 3. L'operazione di cartolarizzazione dei crediti in sofferenza - 4. I soggetti coinvolti - 5. Conclusioni

1. Le operazioni di cartolarizzazione, come è noto, permettono lo smobilizzo di portafogli di crediti – sia in sofferenza che non – attraverso l'emissione di titoli (cc.dd. asset backed securities o, brevemente, ABS) destinati alla negoziazione nel mercato.

Gli anni recenti hanno conosciuto una incertezza generalizzata che è stata capace di sconvolgere la stabilità dei sistemi mettendo a dura prova l'ordine giuridico dei mercati internazionali <sup>(1)</sup>. Identificata come la più grande crisi dopo quella del 1929, la recente crisi differisce da quest'ultima in quanto crisi finanziaria e non economica. La sua scaturigine può individuarsi nella cartolarizzazione del rischio di credito <sup>(2)</sup>.

Le recessioni economiche contribuiscono nel corso del tempo all'incremento dei crediti in sofferenza (sottoclasse della generale categoria dei crediti deteriorati o non performing loans, brevemente NPLs, caratterizzata dall'essere una esposizione nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza – anche non accertato giudizialmente – o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca) <sup>(3)</sup>, provocando

---

<sup>(1)</sup> Così Alpa,  *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, 86.

<sup>(2)</sup> Merusi,  *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 253 ss.

<sup>(3)</sup> Si definiscono esposizioni creditizie “deteriorate” le esposizioni creditizie per cassa (finanziamenti e titoli di debito) e “fuori bilancio” (garanzie rilasciate, impegni irrevocabili e revocabili a erogare fondi, etc.) verso debitori che ricadono nella categoria non-performing come definita nel Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 del 16 aprile 2014 della Commissione, e successive modificazioni e

un calo significativo dell'offerta di credito (il c.d. credit crunch). I riflessi sull'economia dimostrano che la stretta creditizia praticata dalle banche ai propri clienti mette a dura prova gli investimenti delle imprese con la logica conseguenza di acuire le spinte di recessione <sup>(4)</sup>.

Concordemente si ritiene che la recente crisi abbia trovato il suo evento scatenante nel mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti d'America con il fenomeno del predatory lending, ossia la concessione dei cc.dd. mutui subprime con incredibile facilità a soggetti a basso merito creditizio, privi di garanzie o con precedenti casi di insolvenza, che venivano letteralmente sollecitati ad indebitarsi al fine di far lievitare l'attività degli enti creditizi.

La bolla immobiliare negli Stati Uniti è stata così sostenuta da finanziamenti che raggiungevano il 100% del valore dell'immobile e che, in alcuni casi, premiavano con ulteriore credito l'apprezzamento del valore dell'abitazione <sup>(5)</sup>.

L'uso delle tecniche di cartolarizzazione e degli strumenti derivati sul rischio di credito avrebbe annullato o trasferito ad altri soggetti il rischio di inadempimento dei mutuatari <sup>(6)</sup>. Difatti, la riduzione del credit crunch è legata a processi di cessione dei NPLs per il ripristino di migliori e ottimali condizioni sul piano dell'erogazione del credito alle imprese e famiglie <sup>(7)</sup>.

A far da sfondo a siffatta modalità di gestione dei crediti in sofferenza vi è quel modello di banca chiamato originate to distribute <sup>(8)</sup>, sicuramente (quantomeno in teoria) vantaggioso dal punto di vista

---

integrazioni (Implementing Technical Standards - ITS). Le esposizioni creditizie deteriorate sono ripartite nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate. Cfr. altresì la circolare Banca d'Italia 30 luglio 2008, n. 272 – X° aggiornamento, Avvertenza generale B.2.2.1.

<sup>(4)</sup> Colombini, Crisi finanziarie. Criticità e indicazioni per il futuro, in Riv. trim. dir. econ., 2014, 30.

<sup>(5)</sup> Così Colombini, La crisi finanziaria e la riforma Obama, in Riv. trim. dir. econ., 2010, 204.

<sup>(6)</sup> Cfr. Cardia, Diritto, etica, mercato, in Bianchi – Ghezzi – Notari (a cura di), Diritto, mercato ed etica, Milano, 2010, 72.

<sup>(7)</sup> Colombini, Crisi finanziarie, cit., 30.

<sup>(8)</sup> Con siffatta espressione (contrapposta al modello originate to hold, distinto dalla creazione dei prestiti per la detenzione sino a scadenza nell'attivo della banca) si indica una «peculiare modalità di disintermediazione bancaria, a sua volta espressione della spinta alla massiccia utilizzazione da parte delle banche di tecniche di mitigazione del rischio di credito, favorite da una congiuntura economica

della valutazione e della distribuzione del rischio, che manifesta però la sua inadeguatezza nell'ottica del rapporto tra il prestatore di fondi e l'utilizzatore finale degli stessi, riducendo l'interesse e i benefici del monitoraggio dell'utilizzo delle risorse concesse <sup>(9)</sup>.

2. Il decreto legge 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con modificazioni in legge 8 aprile 2016, n. 49 ha previsto il rilascio di una garanzia statale per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze (c.d. GACS) <sup>(10)</sup>. Siffatta novità legislativa si inserisce nel percorso di riforma del sistema bancario italiano partito dalla riforma delle banche popolari (d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni in legge 24 marzo 2015, n. 33), l'autoriforma delle fondazioni bancarie <sup>(11)</sup>, la riforma delle banche di credito cooperativo (operata con il medesimo d.l. in analisi) e la velocizzazione dei tempi di recupero credito (con il c.d. decreto banche) <sup>(12)</sup>. Il sistema creditizio italiano, pur essendo solido nel suo insieme, presenta una criticità per l'elevato livello di crediti in sofferenza concentrato in alcune banche. La crisi finanziaria ha infatti

---

caratterizzata da bassi tassi di interesse e da accresciuta liquidità e quindi da una forte propensione all'investimento»: così, precisamente, Miola, *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari*, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 2009, 3 del dattiloscritto. Sul modello originate to distribute cfr. anche Colombini, *La crisi finanziaria*, cit., 201 ss.; Venturi, *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. Identificazione di possibili interventi correttivi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 80 ss.

<sup>(9)</sup> V. Draghi, *Per un'etica dell'agire economico. Lezioni dalla crisi finanziaria globale*, in Bianchi – Ghezzi – Notari (a cura di), *Diritto, mercato ed etica*, cit., 75.

<sup>(10)</sup> In generale, sulle garanzie prestate dallo Stato, v. Gioffrè, *Le garanzie prestate dallo Stato*, Padova, 1983.

<sup>(11)</sup> Avvenuta con la firma del protocollo di intesa in data 22 aprile 2015 dal Ministro dell'Economia e delle Finanze e dal Presidente dell'Acri (Associazione di fondazioni e casse di risparmio). Tra i principi cardine contenuti nel protocollo c'è la diversificazione degli investimenti: una fondazione non può concentrare più del 33% dell'attivo patrimoniale in un singolo soggetto. L'autoriforma recide definitivamente il legame tra circuiti politici locali e gestione degli istituti che in alcuni casi ha reso possibile una gestione non corretta degli istituti stessi.

<sup>(12)</sup> Ci si riferisce al d.l. 3 maggio 2016, n. 59, convertito con modificazioni in l. 30 giugno 2016, n. 119.

incrementato l'entità degli NPLs presenti nei bilanci bancari oltre i livelli medi riscontrati nelle altre economie europee <sup>(13)</sup>.

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze, per diciotto mesi dalla data di entrata in vigore del decreto (periodo prorogabile per ulteriori diciotto mesi previa approvazione da parte della Commissione europea), è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato per il rimborso e la corresponsione degli interessi dei titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 l. 130/1999 <sup>(14)</sup>. L'operazione di securitization deve essere stata originata da parte di banche e di intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 t.u.b. aventi sede legale in Italia e deve avere ad oggetto la cessione di crediti pecuniari, compresi i crediti derivanti da contratti di leasing, classificati come sofferenze, strutturata nel rispetto della disciplina dettata dal recente intervento normativo in analisi.

---

<sup>(13)</sup> I dati della Banca d'Italia, aggiornati al 30 maggio 2016 (in Banca d'Italia, Supplemento al bollettino Moneta e Banche - Luglio 2016), evidenziano che: a) il totale dei NPLs è pari a 360 miliardi di euro: nel quarto trimestre 2015 i crediti deteriorati lordi sono diminuiti in valore assoluto per la prima volta dal 2008 e la loro quota sul totale dei finanziamenti si è stabilizzata; b) tra questi si può distinguere tra inadempienze probabili o esposizioni scadute o sconfinanti, categorie per cui il rientro tra le esposizioni in bonis è possibile, che ammontano a 160 miliardi, e le sofferenze pari a 200 miliardi di euro (in entrambi i casi si tratta di valori lordi che non esprimono il peso effettivo di queste posizioni sui bilanci bancari); c) il peso delle sofferenze sui bilanci bancari non corrisponde al valore nominale dei prestiti perché le banche hanno già provveduto a svalutazioni e accantonamenti nei bilanci; le sofferenze nette ammontano quindi a 85 miliardi di euro, in calo di 2 miliardi rispetto al 31 dicembre 2015; d) a fronte degli 85 miliardi di sofferenze nette, ci sono garanzie e coperture per 122 miliardi di euro.

<sup>(14)</sup> Sulla l. 30 aprile 1999, n. 130 cfr., inter alios, Messina, *Profili evolutivi della cartolarizzazione*, Torino, 2009, 11 ss.; Sepe, voce *Cartolarizzazione*, in *D. disc. priv., sez. comm., V agg.*, Torino, 2009, 69; Troiano, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003; Carnovale, *La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2002, 477 ss.; Carota, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002; Fauceglia, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002; Ferro Luzzi, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 2001, 1, 24 ss.; Maffei Alberti (a cura di), *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti. Commentario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, 754 ss.; Pardolesi (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, Milano, 1999; Proto, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Fall.*, 1999, 1176 ss.

Per la prestazione della GACS è stato istituito, ex art. 12 l. 49/2016, un apposito fondo. La gestione di tale Fondo di garanzia è stata affidata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – con d.m. 3 agosto 2016 in materia di «Fondo di garanzia di cui all'art. 12, comma 1, del decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, convertito, con modificazioni, dalla legge 8 aprile 2016, n. 49, recante disciplina in materia di garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS)» – alla Consap s.p.a. (Concessionaria servizi assicurativi pubblici s.p.a.), società interamente partecipata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze che ha ereditato dall'INA la gestione dei fondi di garanzia e solidarietà, tra i quali il più noto e importante è sicuramente il Fondo di garanzia per le vittime della strada disciplinato dagli artt. 283 ss. cod. ass.

La Consap è stata individuata quale soggetto in house – ai sensi dell'art. 192, comma 2°, d.lgs. 18 aprile 2016, n. 50 – più idoneo alla gestione dell'intervento, avendone valutato la struttura organizzativa societaria, le competenze professionali e le specifiche esperienze acquisite nella gestione di attività analoghe, nonché i relativi risultati conseguiti in termini di efficienza, economicità e qualità dei servizi resi.

Si rende necessario un distinguo tra le varie classi di titoli cartolarizzati. Se in passato l'emissione di titoli veniva suddivisa in più classi (senior, mezzanine e junior), attualmente la prassi prevede l'emissione di due sole classi. La c.d. tranche senior è quella che sopporta per ultima le eventuali perdite legate ai mancati incassi sui crediti cartolarizzati, mentre la c.d. tranche junior è costituita da titoli privi di rating ed è la prima a sopportare le anzidette perdite, pur beneficiando – nel caso in cui i crediti vengano regolarmente incassati e i portatori dei titoli senior siano integralmente soddisfatti – del c.d. excess spread, un premio aggiuntivo con cui i titoli in parola sono maggiormente remunerati (15). La tranche mezzanine, invece, è quella classe di titoli che, con riguardo alla corresponsione degli interessi, è postergata alla corresponsione degli interessi dovuti alla classe senior e possono essere antergate al rimborso del capitale dei titoli junior.

---

(15) Cfr. Messina, *Profili evolutivi*, cit., 184.

Ai sensi dell'art. 8 l. 49/2016 la garanzia dello Stato è onerosa <sup>(16)</sup>, può essere concessa solo sui titoli senior – e, in caso di emissione di più tranches di titoli senior, la GACS può essere richiesta per ciascuna tranche, anche singolarmente – e essa diviene efficace solo quando la società cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno oltre il 50% dei titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei titoli junior (nonché, ove emessi, dei titoli mezzanine) <sup>(17)</sup>, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione dalla contabilità della società cedente e, a livello consolidato, del gruppo bancario cedente, in base ai principi contabili di riferimento in vigore nell'esercizio di effettuazione dell'operazione.

La GACS è incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta a beneficio del detentore del titolo senior. Essa copre i pagamenti contrattualmente previsti, per interessi e capitale, a favore dei detentori dei suddetti titoli per la loro intera durata.

La garanzia è concessa con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze su istanza documentata della società cedente o, in caso di operazione di cartolarizzazione realizzata da più società cedenti, da tutte le società cedenti congiuntamente (art. 10 l. 49/2016). Per quel che concerne l'escussione della GACS (art. 11 l. 49/2016), ciò è possibile, per il detentore dei titoli senior, entro i nove mesi successivi alla scadenza, nel caso di mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi.

Per l'escussione è necessario il rispetto dei termini perentori previsti dalla disciplina. Nell'ipotesi di mancato pagamento che perduri per sessanta giorni dalla scadenza del termine per l'adempimento i detentori dei titoli senior, di concerto e tramite il rappresentante degli obbligazionisti, inviano alla società cessionaria la richiesta per il pagamento dell'ammontare dell'importo scaduto e non pagato. Decorsi trenta giorni ed entro sei mesi dalla data di ricevimento della richiesta alla società cessionaria senza che questa

---

<sup>(16)</sup> La garanzia è concessa a fronte di un corrispettivo annuo determinato a condizioni di mercato sulla base della metodologia puntualmente indicata all'art. 9, comma 3°, l. 49/2016.

<sup>(17)</sup> Lo Stato, le amministrazioni pubbliche e le società direttamente o indirettamente controllate da amministrazioni pubbliche non possono acquistare titoli junior o mezzanine emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione per le quali è stata chiesta la GACS.

abbia provveduto al pagamento, i succitati soggetti possono richiedere l'intervento della GACS. Entro trenta giorni dalla data di ricevimento della documentata richiesta di escussione della garanzia dello Stato, il Ministero dell'Economia e delle Finanze provvede alla corresponsione dell'importo spettante ai detentori del titolo senior non pagato dalla società cessionaria, senza aggravio di interessi o spese.

Con il pagamento, il Ministero è surrogato nei diritti dei detentori dei titoli senior e provvede, ferme restando le limitazioni contrattualmente stabilite per l'esercizio di tali diritti e subordinatamente al pagamento di quanto dovuto a titolo di interessi ai portatori dei suddetti titoli, al recupero della somma pagata, degli interessi al saggio legale maturati a decorrere dal giorno del pagamento fino alla data del rimborso e delle spese sostenute per il recupero.

A tal proposito, il recente D.M. è intervenuto nel dettare una più specifica disciplina sull'operatività della garanzia. In primo luogo, ai fini dell'ammissione alla GACS il regolamento dei titoli e i contratti dell'operazione prevedono che il mancato pagamento di un importo dovuto a titolo di interessi sui titoli senior e l'escussione della garanzia non comportano la decadenza dal beneficio del termine della società di cartolarizzazione. È poi prevista una rigorosa elencazione di quali modifiche non possono essere apportate ai titoli senza il preventivo consenso del Ministero.

L'efficacia della GACS è sospensivamente condizionata al trasferimento della maggioranza dei titoli junior entro dodici mesi dalla data di adozione del decreto di concessione della garanzia. Qualora ciò non avvenga, la società cedente decade dall'ammissione al beneficio della garanzia e la richiesta deve essere nuovamente presentata.

La garanzia è inefficace, inoltre, qualora la decisione della società di cartolarizzazione o dei portatori dei titoli di revocare l'incarico del soggetto incaricato della riscossione (c.d. servicer) abbia determinato un peggioramento del rating del titolo senior, nel caso in cui siano stati modificati il regolamento dei titoli o gli altri contratti dell'operazione in difformità da quanto previsto dalla l. 49/2016 e dal D.M. attuativo e, in ogni caso, il Ministero dell'Economia e delle Finanze potrà rivalersi nei confronti della società cedente nel caso in

cui la garanzia sia stata concessa sulla base di atti o dichiarazioni che siano risultati mendaci, inesatti o incompleti.

Una simile forma di garanzia trova dei precedenti in alcune disposizioni che prevedevano la garanzia statale sulle obbligazioni emesse dall'IRI e da alcune banche, che prevedevano l'automaticità dell'operatività della garanzia su semplice comunicazione dell'inadempimento dell'obbligato, (art. 1, comma 2°, l. 5 dicembre 1978, n. 825 e art. 4, comma 2°, d.l. 14 settembre 1979 n. 439). Con la GACS il legislatore ha manifestato un importante interventismo statale giustificato da esigenze di stabilità dell'intero sistema bancario e finanziario, che non configura comunque un aiuto di Stato distortivo della concorrenza <sup>(18)</sup>.

La GACS può essere intesa come un meccanismo di c.d. external credit enhancement <sup>(19)</sup>. Con tale locuzione si intende una forma di incremento delle garanzie sulle obbligazioni emesse dalla società veicolo volta a ridurre il livello complessivo di rischio creditizio implicito nei titoli emessi <sup>(20)</sup>.

Le tradizionali forme di external credit enhancement sono fornite da banche e imprese di assicurazione per il tramite di lettere di credito, polizze assicurative o garanzie autonome che determinano un incremento dei costi dell'operazione <sup>(21)</sup>. Alla stregua di esse, la GACS consegue il medesimo risultato pratico, che è quello di un più efficace collocamento dei titoli sul mercato, in quanto una garanzia aggiuntiva permette alle ABS della tranche senior un rating maggiore, che si traduce – in ultima istanza – in un collocamento a costi inferiori <sup>(22)</sup>.

---

<sup>(18)</sup> Cfr. la Decisione della Commissione UE del 10 febbraio 2016.

<sup>(19)</sup> Sul credit enhancement cfr. Scano, Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 120 ss.

<sup>(20)</sup> Cfr. Messina, *Profili evolutivi*, cit., 17; nonché Lisanti, *Gli intermediari finanziari coinvolti in un'operazione di securitization*, in Pardolesi (a cura di), *La cartolarizzazione*, cit., 119.

<sup>(21)</sup> In proposito v. Fauceglia, *La cartolarizzazione*, cit., 27; Sull'interconnessione e complementarietà del credit enhancement con l'attività svolta dalle agenzie di rating v. ancora Messina, *Profili evolutivi*, cit., 55.

<sup>(22)</sup> In materia si veda Spano, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 449; e Scano, *Credit enhancement*, cit., 122, ove è citata copiosa dottrina straniera.

In materia di cartolarizzazione, un analogo meccanismo di garanzia – coi dovuti distinguo legati al soggetto garante – si rinviene nella disciplina regolamentare sulla emissione delle obbligazioni bancarie garantite o covered bonds (d.m. Economia e Finanze 14 dicembre 2006, n. 310), forma di cartolarizzazione introdotta nel nostro ordinamento con la novella che ha inserito nella l. 130/1999 la disciplina con la quale sono state ampliate le attività oggetto di cartolarizzazione estendendo la portata delle disposizioni relative alla separazione patrimoniale alle «operazioni aventi ad oggetto le cessioni di crediti fondiari e ipotecari, di crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime, anche individuabili in blocco, nonché di titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura, effettuate da banche in favore di società il cui oggetto esclusivo sia l'acquisto di tali crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia per le obbligazioni emesse dalle stesse banche ovvero da altre»<sup>(23)</sup>.

Una delle principali caratteristiche dei covered bonds rispetto ai tradizionali titoli cartolarizzati risiede nella prestazione – da parte della società cessionaria – di una garanzia irrevocabile, a prima richiesta, incondizionata ed autonoma rispetto alle obbligazioni assunte dalla banca emittente, entro i limiti del patrimonio separato. Essa interviene sia nel caso di inadempimento della banca nei confronti dei portatori dei titoli che in caso di sottoposizione della banca alla procedura di liquidazione coatta amministrativa ovvero di sospensione dei pagamenti in caso di amministrazione straordinaria ex art. 74 t.u.b.

Una simile garanzia riveste i connotati del contratto autonomo di garanzia (o *garantievertrag*)<sup>(24)</sup>, essendo esplicitamente disapplicati gli

---

<sup>(23)</sup> Sull'argomento cfr. Galanti-Marangoni, La disciplina italiana dei Covered Bond, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 58, 2007.

<sup>(24)</sup> Con riferimento al contratto autonomo di garanzia, cfr., senza pretesa di completezza, Bertolini, Il contratto autonomo di garanzia nell'evoluzione giurisprudenziale, in Nuova giur. civ. comm., 2010, 435 ss.; Montanari, Garanzia autonoma ed escussione abusiva: nuove tendenze rimediale in una diversa prospettiva ermeneutica, in Europa dir. priv., 2008, 987 ss.; Corrias, Garanzia pura e

artt. 1939, 1941, comma 1°, 1944, comma 2°, 1945, 1955, 1956 e 1957 c.c. <sup>(25)</sup>. In tal caso, però, la peculiare struttura dell'operazione di cartolarizzazione fa sì che ci si trovi nanti non ad un rapporto trilaterale fra ordinante, garante e beneficiario, ma – più semplicemente – fra la SPV e i portatori dei titoli <sup>(26)</sup>. Infatti, a differenza delle ordinarie operazioni di cartolarizzazione, l'emissione delle obbligazioni avviene immediatamente ad opera della banca, senza l'intervento di una SPV costituita ad hoc. Infatti, l'emissione di covered bonds è eseguita secondo uno schema che prevede la cessione, da parte di una banca (anche diversa da quella emittente i titoli) a favore di una società veicolo, di attivi di elevata qualità creditizia che vengono segregati dalla SPV in un patrimonio destinato ex art. 3 l. 130/1999. Queste attività sono acquistate dalla società cessionaria con le risorse reperite attraverso un finanziamento subordinato erogate dalla banca cedente o da un'altra banca. L'emissione, però, viene svolta da parte della banca emittente, che può essere anche diversa dalla banca cessionaria degli attivi <sup>(27)</sup>.

Ciò nondimeno, è stato rilevato che nonostante le peculiarità dello schema dell'operazione, la garanzia prestata dalla società veicolo cessionaria a favore dei portatori dei titoli mantenga la natura di contratto autonomo di garanzia <sup>(28)</sup>.

---

contratti di rischio, Milano, 2006, 424 ss.; Barillà, Il formalismo nelle garanzie astratte: operazione economica e prospettiva della banca garante, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, II, 409 ss.; Portale, Il contratto autonomo di garanzia nel commercio internazionale (appunti per una lezione), in Riv. giur. sarda, 1998, 843 ss.; Id., Le garanzie bancarie internazionali, Milano, 1989; Meo, Fideiussioni e polizze fideiussorie: la clausola a prima richiesta, in Contr. impr., 1998, 921 ss.; Id., Fideiussioni bancarie e garanzie a prima richiesta: le tutele cautelari, in Banca, borsa, tit. cred., 1995, I, 443 ss.; Nappi, Studi sulle garanzie personali, Torino, 1997; Mastropaolo, I contratti autonomi di garanzia<sup>2</sup>, Torino, 1995; Bonelli, Le garanzie bancarie a prima domanda nel commercio internazionale, Milano, 1991; Cicala, Sul contratto autonomo di garanzia, in Riv. dir. civ., 1991, I, 143 ss.; Navarreta, Causalità e sanzione degli abusi nel contratto autonomo di garanzia, in Contr. impr., 1991, 285 ss.; Pontiroli, Spunti critici e profili ricostruttivi per lo studio delle garanzie bancarie a prima richiesta, ivi, 1989, 1018 ss.; Benatti, Il contratto autonomo di garanzia, in Banca, borsa, tit. cred., 1982, I, 171 ss.

<sup>(25)</sup> Cfr. Messina, Profili evolutivi, cit., 177.

<sup>(26)</sup> Galanti-Marangoni, La disciplina, cit., 36 s.

<sup>(27)</sup> Messina, Profili evolutivi, cit., 165 ss.

<sup>(28)</sup> Galanti-Marangoni, La disciplina, cit., 36.

2.1. Da un primo commentatore della nuova forma di garanzia statale, è stato posto in risalto che un'analogia natura giuridica di garanzia autonoma non può essere individuata nella GACS <sup>(29)</sup>.

Nel c.d. sistema aperto delle sufficienti cautele a protezione del credito previsto dall'art. 1179 c.c., la GACS potrebbe invece essere ricondotta entro l'alveo della generale categoria delle garanzie personali, così come la pluralità di modelli tipici e atipici anche divergenti dalla fideiussione in base al combinato disposto tra la norma da ultimo citata e l'art. 2424, comma 3°, c.c. <sup>(30)</sup>. Il fatto che la GACS sia una garanzia «a prima richiesta», non sarebbe infatti di per sé sufficiente a determinare il distacco dell'obbligazione di garanzia da quella principale.

Sul punto, si è assistito ad oscillanti prese di posizione da parte della giurisprudenza di legittimità. Se in alcuni pronunciati viene affermata l'identità di significato tra l'accezione «a prima richiesta» e quella «senza eccezioni», assicurando al debitore garantito l'immediata disponibilità del quantum garantito in deroga alla regola enunciata nell'art. 1945 c.c. <sup>(31)</sup>, in differenti occasioni è stato concluso che solamente la clausola «senza eccezioni» è idonea a eliminare il vincolo di accessorietà dell'obbligazione di garanzia a quella principale <sup>(32)</sup>.

Ciò, sostenuto da autorevole dottrina <sup>(33)</sup>, parrebbe trovare conferma in una nota pronunzia delle Sezioni Unite <sup>(34)</sup>, in quanto la

---

<sup>(29)</sup> Fiscale, GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) – Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs, in *Dirittobancario.it*, 2016, 8.

<sup>(30)</sup> In dottrina sull'argomento v. Chessa, *Il forfaiting*, Napoli, 2016, 89 s.; Corrias, *Spunti in tema di garanzie personali del credito*, in *Riv. dir. impr.*, 2014, 430; Campobasso, *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974, 138.

<sup>(31)</sup> Così Cass., 10 gennaio 2012, n. 65, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 512 ss., con nota di Tartaglia, *Le polizze fideiussorie a garanzia dei rimborsi fiscali e la loro autonomia a margine di una fattispecie particolare*; Cass., 12 dicembre 2008, n. 29215, consultabile su *De Jure*.

<sup>(32)</sup> Cfr. Cass., 3 maggio 2005, n. 19300, in *Foro it.*, 2006, I, 2132; Casscit., *ciplina ad oggetto la cessione stata originata itoliincipale e garanzia autonoma contratto principalenomo di garanzia*, .., 21 aprile 1999, n. 3964, in *Riv. notariato*, 1999, II, 1271 ss.

<sup>(33)</sup> Corrias, *La valenza delle clausole «a prima richiesta» e «senza eccezioni» nella qualificazione dei contratti di garanzia personale del credito*, in *Vita not.*, 2014,

sola espressione «a prima richiesta» non sarebbe di per sé sufficiente a determinare l'autonomia della prestazione del garante, necessitando di essere accompagnata dalla formula «senza eccezioni». Viceversa, la previsione della locuzione «a prima richiesta e senza eccezioni» presume l'autonomia della garanzia <sup>(35)</sup>, salvo «evidente, patente irredimibile discrasia» con quanto dedotto in contratto <sup>(36)</sup>.

Tenuto conto dell'interpretazione dell'intero regolamento contrattuale ex art. 1363 c.c. e in assenza di elementi che in concreto denotino la inequivoca volontà di escludere l'accessorietà della garanzia all'obbligazione principale <sup>(37)</sup>, la previsione della sola

---

578; dello stesso A., *Garanzia pura*, cit., 424 ss.. Sull'insufficienza della sola clausola «a prima richiesta», oltre a quanto si indicherà nel prosieguo, cfr. anche Cicala, *Sul contratto autonomo di garanzia*, cit., 144; Meo, *Fideiussioni e polizze fideiussorie*, cit., 925 ss.; Barillà, *Contratto autonomo di garanzia e Garantievertrag (Categorie civilistiche e prassi del commercio)*, Frankfurt am Main, 2005, 163 ss., spec. 179 ss.

<sup>(34)</sup> Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 257 ss., con note di Barillà, *Le Sezioni Unite e il Garantievertrag un quarto di secolo dopo: una pronuncia “storica” fa chiarezza sui differenti modelli di garanzie bancarie autonome*, e Nappi, *Un tentativo (non convincente) di “definitivamente chiarire” la differenza tra fideiussione e Garantievertrag*. In senso conforme cfr. Cass., 20 ottobre 2014, n. 22233.

<sup>(35)</sup> Aderisce a tale linea interpretativa Chessa, *Il forfaiting*, cit., 92 (ove ampi richiami bibliografici e giurisprudenziali), il quale afferma che «una simile interpretazione si rivela, invero, la più aderente alla lettera del dettato giurisprudenziale considerato singolarmente, ma anche raffrontato con altre pronunce in cui la Suprema Corte, al fine di far valere l'equivalenza tra le due locuzioni, ha fatto uso della preposizione ovvero contrariamente alla congiunzione e per unire la dicitura a prima richiesta con quella della clausola senza eccezioni». In giurisprudenza, da ultimo, Trib. Taranto 1° febbraio 2016, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, 434 ss., con nota di Barillà, *Clausola “a prima richiesta”, prova della frode e condictio indebiti nelle garanzie autonome tra commercio interno e internazionale*.

<sup>(36)</sup> Così Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, cit.

<sup>(37)</sup> Oltre agli Autori citati supra alla nt. 33, v. Barillà, *Clausola “a prima richiesta”*, cit., 466 ss.; Bozzi, *Garanzie atipiche*, in *Diz. dir. priv.*, Milano, 2011, 826; Chinè, *Contratto autonomo di garanzia*, in *Enc. giur., Agg.*, Roma, 2007, 5. In giurisprudenza, oltre alle pronunzie citate a partire dalla nt. 31, cfr. Cass., 20 marzo 2014, n. 6517, e Trib. Prato, 6 maggio 2013, ambedue in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 397 ss., con nota di Cuccovillo, *Garanzia “a prima domanda” e funzione cauzionale*; Trib. Cagliari, 24 febbraio 2014, in *Riv. giur. sarda*, 2014, 337 ss., con nota di Corrias, *Sugli indici di autonomia delle garanzie personali del credito (l'ipotesi della fideiussione “a prima richiesta”). Contra, sull'interpretazione del*

clausola «a prima richiesta» assume la valenza di invertire l'onere della prova in ordine alla sussistenza e alla fondatezza delle eccezioni nel rapporto intercorrente tra garante e beneficiario. Il garante, perciò, è tenuto solo provvisoriamente ad effettuare la prestazione garantita senza opporre eccezioni <sup>(38)</sup>.

Nella GACS, invero, le vicende relative al rapporto sottostante intercorrente tra lo Stato e la società di cartolarizzazione non sono ininfluenti all'efficacia della garanzia. In primo luogo, come si è visto, questa è condizionata al trasferimento della maggioranza dei titoli junior entro un determinato periodo dall'adozione del decreto di concessione della garanzia. Inoltre, le vicende relative ai titoli rilevano, ai fini dell'efficacia, qualora vi siano vicende che determinino un peggioramento del rating dei titoli senior ovvero nel caso di modifiche al regolamento dei titoli o di altri contratti dell'operazione.

In questa precisa scelta legislativa è stato ravvisato uno dei principali limiti alle potenzialità della GACS, in quanto è diretta in una direzione opposta alle esigenze di certezza ricercate dagli investitori in una garanzia statale <sup>(39)</sup>.

Come è stato posto in risalto dalle Sezioni Unite <sup>(40)</sup>, con la garanzia autonoma viene trasferito da un soggetto ad un altro il rischio economico connesso all'inadempimento – colpevole o meno – della prestazione. Il contenuto dell'obbligazione del garante è qualitativamente diverso da quello del debitore principale, non dovendo assicurare la prestazione dedotta in contratto, bensì il soddisfacimento dell'interesse economico del creditore-beneficiario disatteso con l'inadempimento. Il garante è così obbligato non tanto ad adempiere in egual maniera del debitore (come nella fideiussione),

---

contratto contenente la sola clausola «a prima richiesta» come contratto autonomo di garanzia v. però, da ultimo, le non condivisibili conclusioni di Trib. Napoli, 17 novembre 2015, in Banca, borsa, tit. cred., 2016, II, 435 ss., con nota di Barillà, Clausola “a prima richiesta”, cit.

<sup>(38)</sup> Corrias, Garanzia pura, cit., 429 ss.; Calderale, Fideiussione e contratto autonomo di garanzia, Bari, 1989, 229; F. Bonelli, Le garanzie bancarie «a prima domanda», in Draetta-Vaccà (a cura di), Le garanzie contrattuali. Fideiussione e contratti autonomi di garanzia nella prassi interna e nel commercio internazionale, Milano, 1994, 206 s.

<sup>(39)</sup> Così Fiscale, op. cit., 8.

<sup>(40)</sup> Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, cit.

quanto piuttosto a tenere indenne il beneficiario dal pregiudizio conseguente al mancato adempimento della prestazione dedotta in contratto. L'utilitas pratica della fattispecie è quella di sottrarre il creditore dal rischio dell'inadempimento mediante il trasferimento dello stesso sul garante <sup>(41)</sup>.

I confini della questione relativa all'incidenza del trasferimento del rischio economico in capo al garante sull'intero rapporto sinallagmatico sono limpidi nell'impostazione ermeneutica del contratto proposta dalla dottrina <sup>(42)</sup>. Col contratto autonomo di garanzia si è nati ad un'operazione di mera intermediazione finanziaria ove il garante agisce mosso esclusivamente da un intento professionale senza alcun interesse alla soluzione del rapporto sottostante, in una condizione di neutralità ed imparzialità rispetto agli interessi delle parti. Più precisamente, il garante svolge la sua attività di intermediazione per conto e nell'interesse del cliente, dal quale riceve un compenso per l'attività svolta (la messa a disposizione di una determinata somma di denaro al beneficiario, creditore dell'ordinante) e la certezza di ottenere il rimborso di quanto eventualmente corrisposto al beneficiario. Il corrispettivo rappresenta unicamente il lucro di impresa per l'attività di intermediazione per la mera messa a disposizione della somma di danaro a favore del beneficiario <sup>(43)</sup>.

Con la garanzia autonoma il garante isola ed assume un rischio commerciale e lo trasforma in un rischio finanziario <sup>(44)</sup>, assicurando

---

<sup>(41)</sup> In tal senso v., ancora, Cass., SS.UU., 18 febbraio 2010, n. 3947, cit.; Trib. Cagliari, 27 gennaio 2012 (ord.), in Banca, borsa, tit. cred., 2013, II, 109 ss., con nota di Camedda, Brevi note in tema di polizza fideiussoria ed escussione abusiva delle garanzie autonome; cfr. anche il peculiare indirizzo argomentativo di Arbitro Bancario Finanziario – Collegio di Napoli, 20 giugno 2011, n. 1290, il quale — oltre a riconoscere l'impresa quale parte naturale del contratto — ravvisa il concreto della fattispecie nel «potersi proporre al mercato forte della garanzia di un intermediario finanziario la cui nota solvibilità riduce i costi negoziali».

<sup>(42)</sup> Corrias, Garanzia pura, cit., 445 ss.; Lobbuono, Contratto e attività economica nelle garanzie personali, Napoli, 2002, 110 ss.; Miola, Le garanzie intragruppo, Torino, 1993, 17 ss.; Meo, Funzione professionale e meritevolezza degli interessi nelle garanzie atipiche, Milano, 1991, 69 ss.

<sup>(43)</sup> Ancora, Meo, Funzione professionale, cit., 196 ss.

<sup>(44)</sup> Per Dolmetta, Trasparenza dei prodotti bancari. Regole, Bologna, 2013, 334, la banca con l'operazione in analisi riesce a perseguire il risultato di isolare il rischio finanziario da quello commerciale, che non riuscirebbe invece a realizzare ricorrendo alla fideiussione, specie in ragione degli artt. 1945 e 1952 c.c. Sulle

così solo un equilibrio di natura finanziaria e non il rischio dell'inadempimento dell'ordinante nei confronti del beneficiario. Infatti, l'operazione contrattuale in esame non è caratterizzata dall'estensione della garanzia patrimoniale su cui può contare il beneficiario, connotato tipico della fideiussione, bensì da una temporanea assunzione, da parte del garante, del rischio originariamente gravante sul creditore, che poi viene nuovamente riversato sul debitore-ordinante attraverso il meccanismo del regresso. Il servizio che in definitiva viene fornito dal garante è la temporanea assunzione del rischio finanziario, relativo all'insolvenza dell'ordinante, a cui si espone chi concede un servizio finanziario ed in relazione al quale debbono essere argomentate tutte le considerazioni sulla liceità delle commissioni remunerative.

La funzione così perseguita è quella di una copertura di rischi atipici <sup>(45)</sup>, non ammettendo la possibilità del garante di proporre eventuali eccezioni circa il rapporto principale (fatto salvo il limite della nullità del contratto per illiceità della causa, caso in cui il vizio si estende anche al contratto autonomo di garanzia, di talché il garante ha la possibilità di opporsi all'escussione della garanzia in via di *exceptio doli*). È evidente che, nel caso della GACS, il rischio trasferito allo Stato è tipico (i.e. il mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi relative a titoli cartolarizzati senior), così come sono tipiche le cause di inefficacia della garanzia, che prescindono da una generica illiceità della causa del rapporto contrattuale base <sup>(46)</sup>.

---

differenze tra rischio commerciale e rischio finanziario cfr. Garioni, I finanziamenti delle esportazioni, in Berlinguer (a cura di), *Finanziamento e internazionalizzazione di impresa*, Torino, 2007, 495 ss.

<sup>(45)</sup> Cfr. Barillà, Clausola “a prima richiesta”, cit., 468.

<sup>(46)</sup> La portata di questo limite è discussa: se da una parte si ritiene che nel contratto autonomo di garanzia deve essere contenuto il riferimento al contratto principale (cfr. Nappi, *La garanzia autonoma. Profili sistematici*, Napoli, 1992, 182; Portale, *Le garanzie bancarie*, cit., 49), altri ritengono che la contrarietà a norme imperative è sempre rinvenibile in virtù del collegamento negoziale esistente tra contratto principale e garanzia autonoma (Trib. Taranto, 1° febbraio 2016, cit.; Barillà, Clausola “a prima richiesta”, cit., 468; Mastropaolo, *I contratti autonomi di garanzia*, cit., 362).

3. Come è stato posto in evidenza <sup>(47)</sup>, le operazioni di cartolarizzazione sono storicamente connotate da una certa eterogeneità: non esiste un modello di securitization. Ogni operazione, infatti, può differire sia in ragione della tipologia di crediti ceduti, sia dell'allocazione del rischio tra i soggetti coinvolti, che in ragione delle garanzie che assistono la cessione.

Attribuire alla GACS una natura fideiussoria appare, però, altrettanto inopportuno. Infatti, la garanzia prestata dallo Stato non origina da una fonte contrattuale, bensì dalla legge e da un provvedimento amministrativo concessorio <sup>(48)</sup>.

La GACS, infatti, non viene concessa esclusivamente per rafforzare la tutela del portatore dei titoli, ma è il risultato di una trama finalizzata a perseguire un interesse più ampio di stabilità dei mercati e tutela del risparmio, che trascende le vicende del singolo rapporto.

L'art. 4 l. 49/2016, contrariamente a quanto appena descritto, disciplina in maniera minuziosa tutti i passaggi dell'operazione, fornendo uno schema che lascia pochi margini alla prassi degli operatori del mercato. È stato rilevato che la creazione di uno schema definito permette così una rapida valutazione dell'operazione ai fini dell'ammissione alla GACS <sup>(49)</sup>.

La strutturazione dell'operazione di cartolarizzazione non prescinde, nelle sue basi, dal dettato dell'art. 2 l. 130/1999 per quel che concerne il programma dell'operazione e, in particolare, l'assoggettabilità dei titoli alla disciplina del t.u.f., del contenuto del prospetto informativo nonché le specificazioni nel caso in cui i titoli siano offerti a investitori professionali o meno.

Il recente intervento legislativo ha però specificato molteplici aspetti che prima erano rimessi all'autonomia degli operatori. Peculiare rilevanza è data alla tipologia di crediti oggetto dell'operazione: questi debbono essere trasferiti alla società cessionaria per un importo non superiore al loro valore contabile netto alla data della cessione. L'art. 2 d.m. Economia e Finanze 3 agosto 2016 prevede inoltre che i crediti oggetto di cartolarizzazione siano

---

<sup>(47)</sup> Da Messina, *Profili evolutivi*, cit., 3.

<sup>(48)</sup> Cfr. Gioffrè, *Le garanzie*, cit., 171 s.

<sup>(49)</sup> *Fiscale, GACS*, cit., 6.

classificati e segnalati in sofferenza in data antecedente alla cessione alla SPV.

Una grande attenzione è poi riservata – in ragione dell’operatività della GACS – all’emissione dei titoli. È previsto, infatti, che l’operazione di cartolarizzazione preveda l’emissione di titoli di almeno due classi diverse, in ragione del grado di subordinazione nell’assorbimento delle perdite. Di queste, la classe di titoli maggiormente subordinata (titoli junior) non ha diritto a ricevere il rimborso del capitale, il pagamento degli interessi o altra forma di remunerazione fino al completo rimborso del capitale dei titoli delle altre classi (senior e l’eventuale mezzanine).

È poi prevista la possibilità di concludere dei contratti accessori per la copertura finanziaria al fine di ridurre il rischio di tasso (ad esempio, contratti di swap) e linee di credito miranti alla gestione del rischio di eventuali disallineamenti fra i fondi rivenienti dagli incassi e dai recuperi effettuati in relazione al portafoglio dei crediti ceduti e i fondi necessari per pagare gli interessi sui titoli senior.

Particolare precisione è stata dedicata altresì alle caratteristiche dei titoli senior e, ove emessi, dei mezzanine, con l’indicazione delle modalità di remunerazione e rimborso del capitale. Il d.m. attuativo ha specificato che per titoli senior si intendono quei titoli di classi che non siano subordinate ad altre classi della stessa emissione. Tale condizione si verifica allorquando, conformemente alla priorità di pagamento applicabile dopo l’avvio di azione esecutiva (c.d. post-enforcement priority) e, ove applicabile, la priorità di pagamento derivante da una messa in mora (c.d. post-acceleration priority), nessun’altra classe riceve pagamenti per capitale e interessi in via prioritaria rispetto ad essa.

Da ultimo, le modalità di organizzazione dell’operazione di cartolarizzazione trovano il proprio schema preordinato ex lege anche per quel che concerne l’ordine di priorità dei pagamenti. È prevista, infatti, una rigorosa imputazione delle somme – al netto del quantum dovuto al soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti per la prestazione della propria attività – rivenienti dai recuperi e dagli

incassi realizzati in relazione al portafoglio dei crediti ceduti e dai contratti accessori<sup>(50)</sup>.

In questo scenario, deve ritenersi che alle operazioni di cartolarizzazione de quo possano altresì applicarsi le norme contenute nell'art. 7.1 l. 130/1999, introdotto dalla l. 21 giugno 2017, n. 96. Tale norma disciplina oggi le operazioni di cartolarizzazione dei crediti qualificati come deteriorati – ergo compresi i crediti in sofferenza (cfr. supra, §1) –, definite dalla dottrina come operazioni di «cartolarizzazione dinamica»<sup>(51)</sup>, con un intervento legislativo che,

---

<sup>(50)</sup> In ordine, tali somme debbono essere utilizzate per soddisfare: 1) eventuali oneri fiscali; 2) somme dovute ai prestatori di servizi; 3) pagamento delle somme dovute a titolo di interessi e commissioni in relazione all'attivazione della linea di credito; 4) pagamento delle somme dovute a fronte della concessione della GACS sui titoli senior; 5) pagamento delle somme dovute alle controparti di contratti di copertura finanziaria; 6) pagamento delle somme dovute a titolo di interessi sui titoli senior; 7) ripristino della disponibilità della linea di credito, qualora utilizzata; 8) pagamento delle somme dovute a titolo di interessi sugli eventuali titoli mezzanine; 9) rimborso del capitale dei titoli senior fino al completo rimborso degli stessi; 10) rimborso del capitale dei titoli mezzanine fino al completo rimborso degli stessi; 11) pagamento delle somme dovute per capitale e interessi o altra forma di remunerazione sui titoli junior. I pagamenti dovuti ai prestatori di servizi e alle controparti di contratti per la copertura del rischio di tasso possono essere condizionati al raggiungimento di determinati obiettivi nella riscossione o recupero in relazione al portafoglio di crediti ceduti ovvero possono essere postergati al completo rimborso del capitale dei titoli senior. Altresì, la remunerazione dei titoli mezzanine può essere differita ovvero postergata al completo rimborso del capitale dei titoli senior ovvero può essere condizionata a obiettivi di performance nella riscossione o recupero in relazione al portafoglio di crediti ceduti.

<sup>(51)</sup> Così Carrière, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in Riv. dir. banc., 11, 2017, 2, che distingue tra operazioni di «cartolarizzazione finalizzata alla ristrutturazione» (art. 7.1, commi 3° e 8°, l. 130/1999), in virtù delle quali le società di cartolarizzazione possono acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto, così formando – a giudizio del C. (op. loc. cit., 9 ss.) un confuso schema di gestione collettiva del risparmio dedicato alla gestione attiva dei crediti deteriorati passibili di ristrutturazione; e operazioni di «cartolarizzazione immobiliare» (art. 7.1, commi 4° e 5°, l. 130/1999), in cui è previsto che possa essere costituita una SPV avente come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di

sebbene sottenda l'apprezzabile ratio di offrire agli operatori nuovi strumenti di reazione al fenomeno dei non-performing loans efficaci ed efficienti, deve condividersi se presenti come parziale e disorganico<sup>(52)</sup>.

4. Lo schema di garanzia di cui alla l. 49/2016 presenta una particolare complessità per la molteplicità dei soggetti coinvolti. Oltre ai soggetti tipicamente impiegati nell'operazione di cartolarizzazione, si rende necessaria la partecipazione di una molteplicità di soggetti, il che ha un forte impatto sui costi dell'operazione.

Sono infatti necessari – oltre ai soggetti tradizionalmente impiegati nelle operazioni di cartolarizzazione – innanzitutto un advisor qualificato e indipendente per il monitoraggio della conformità del rilascio della GACS.

Di centrale importanza è il ruolo attribuito nell'operazione alle agenzie di rating, che debbono valutare i titoli senior nella loro affidabilità e garanzia nella capacità del debitore di rimborsare capitale e interessi alla scadenza finale del prestito.

La valutazione deve essere affidata ad una agenzia esterna di valutazione del merito di credito (c.d. ECAI) accettata dalla Banca Centrale Europea e non deve essere inferiore all'ultimo gradino della scala di valutazione del merito di credito investment grade (usualmente non inferiore a BBB). All'agenzia di rating è garantito l'accesso ad una notevole mole di informazioni sui titoli. Questa valutazione può anche essere privata e destinata esclusivamente al Ministero dell'Economia e delle Finanze, che deve qui intendersi come committente ed unico destinatario della valutazione nonostante il corrispettivo sia a carico della società cedente proponente l'agenzia di valutazione o della società cessionaria. Una siffatta fattispecie legale di assunzione dell'altrui debito ricalca lo schema dell'accollo

---

cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di leasing. Le somme in qualsiasi modo rivenienti dalla detenzione, gestione o dismissione di tali beni e diritti, dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione ex art. 3 l. 130/1999, sono assimilate ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione.

<sup>(52)</sup> V. sul punto l'analisi critica di Carrière, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione*, cit., 2 ss.

(privativo) ex lege <sup>(53)</sup>, in quanto a monte dell'assunzione legale vi è un precedente accordo tra il terzo accollante (società cedente o cessionaria) e il debitore originario (lo Stato).

Inoltre, la società cessionaria deve impegnarsi a non richiedere la revoca del rating da parte delle agenzie coinvolte fino al completo rimborso del capitale dei titoli senior.

Viene così superato uno dei principali limiti della disciplina di cui alla l. 130/1999, nel quale la valutazione del merito creditizio da parte di soggetti terzi era un passaggio possibile, limitato al caso in cui i titoli fossero offerti ad investitori non professionali. La maggior o minore probabilità di riscossione dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione è fondamentale per valutare il rischio cui sono esposti i singoli investitori <sup>(54)</sup>.

Ancora, per quel che concerne i soggetti coinvolti, l'incarico della riscossione dei crediti ceduti (c.d. NPLs servicer) è diverso dalla società cedente, indipendente e non appartenente al suo stesso gruppo <sup>(55)</sup>. L'eventuale decisione della società cessionaria o dei portatori dei

---

<sup>(53)</sup> Cfr. Rescigno, Accollo «ex lege», in Banca, borsa, tit. cred., 1954, 205 ss.; Messineo, Manuale di diritto civile e commerciale, III, Milano, 1959, 242; Tomassetti, Assunzione unilaterale ed espromissione ex lege, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1997, 45 ss. Non può ravvisarsi la figura dell'espromissione, nelle linee tracciate dall'Autore da ultimo citato (op. loc. cit., 46), nonché da Cass., 18 giugno 1990, n. 6131, in cui «l'effetto assuntivo è completamente autonomo da un qualsiasi accordo negoziale tra le parti e si verifica esclusivamente in forza della norma ad essa preordinata». Difatti, la fattispecie assuntiva in analisi è strettamente interconnessa alla richiesta di concessione della GACS, a cui il rilascio della valutazione dei titoli è finalizzata.

<sup>(54)</sup> Rordorf, Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio, in Soc., 2000, 1166.

<sup>(55)</sup> Nella prassi l'ipotesi della riscossione dei crediti ceduti affidata all'originator è diffusa e permette alla società cedente di recuperare – attraverso i compensi per l'attività di di servicing – almeno una porzione del differenziale tra l'interesse che avrebbe ricevuto sui crediti trasferiti alla società veicolo ed il tasso di interesse più basso pagato agli investitori. In giurisprudenza v. Comm. trib. prov. Sassari, 10 giugno 2004, n. 67, in Banca, borsa, tit. cred., 2006, II, 87 ss, con nota di Scano, Credit enhancement, cit. L'A. da ultimo citato – a cui adde Rucellai, La legge sulla cartolarizzazione dei crediti, in Giur. comm., 1999, I, 420 – ha sottolineato come lo svolgimento di tale servizio è generalmente valutato favorevolmente, in quanto l'originator si trova in una posizione preferenziale rispetto ad altri soggetti per lo svolgimento dell'attività di servicing. Vedi però le considerazioni svolte infra al §5, spec. alla nt. 60.

titoli di revocare l'incarico di tale soggetto non deve però determinare un peggioramento del rating del titolo senior. Una siffatta scelta legislativa può apparire per certi versi contraddittoria, in quanto conduce giocoforza ad un incremento dei costi dell'operazione (per i compensi dovuti per il servicing, che nel caso di specie assumerebbe le vesti di un appalto di servizi, in quanto nella riscossione dei crediti in sofferenza l'attività materiale prepondera su quella giuridica) <sup>(56)</sup> che confligge con i fini di acquisizione di liquidità che animano le operazioni di cartolarizzazione e la stessa introduzione della GACS e che può cagionare confusione nei debitori ceduti col rischio di un rallentamento dei flussi di cassa, se non di un mancato recupero dei crediti <sup>(57)</sup>.

Si ritengono poi necessari una società di revisione che certifichi l'eliminazione contabile dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione dalla contabilità della banca nonché, sebbene ciò non sia esplicitamente richiesto <sup>(58)</sup>, un professionista che predisponga la documentazione e confermi – con un parere pro veritate – la validità del regolamento dei titoli senior e l'insussistenza di quelle cause che possano comportare l'inefficacia della GACS.

5. La recente crisi finanziaria ha rivelato che un comportamento irresponsabile da parte degli operatori del mercato può mettere a rischio le basi del sistema finanziario, portando ad una mancanza di fiducia tra tutte le parti coinvolte – in particolare i risparmiatori – e a conseguenze potenzialmente gravi sul piano socioeconomico. Nonostante ciò, non si è saputo sfruttare l'occasione per sviluppare e ripensare l'approccio al mercato, con la politica succube dell'economia e quest'ultima sottomessa «ai dettami e al paradigma efficientista della tecnocrazia» <sup>(59)</sup>.

---

<sup>(56)</sup> Così Sepe, *La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, 568.

<sup>(57)</sup> Cfr. Scano, *Credit enhancement*, cit., 125.

<sup>(58)</sup> Ma si conviene con le osservazioni di Fiscale, *GACS*, cit., 10 circa l'opportunità di questa figura.

<sup>(59)</sup> La dottrina sociale della Chiesa Cattolica è stata molto attenta al fenomeno: così Papa Francesco nell'Enciclica *Laudato Si'*, Città del Vaticano, 2015, n. 189. Sulla patologia del rapporto tra etica e mercato v. Cardia, *Diritto, etica, mercato*, cit., 72 s., il quale pone in evidenza come «il cordone ombelicale tra etica, diritto, mercato» sia «la più solida garanzia non solo perché l'uomo non si riduca a essere

In questo contesto, la GACS – per quanto un intervento dello Stato in maniera così decisa e incisiva sui mercati rappresenti decisamente un *unicum* per i nostri tempi – assicura ai risparmiatori maggiori garanzie, migliorandone la posizione. Anche questo è un modo per incoraggiare il risparmio, come esplicita l'art. 47 cost.

La finalità principe della GACS è quella di assistere le banche italiane nella cartolarizzazione e nella cancellazione dei prestiti in sofferenza dai loro bilanci, nell'obiettivo di attrarre un'ampia gamma di investitori, incentivare le banche a recuperare i prestiti in sofferenza nel più breve tempo possibile e incrementarne la liquidità.

Lo Stato, nel prestare la propria garanzia assume un rischio limitato, operando solo su quei titoli caratterizzati da un'elevata qualità creditizia e solo dopo che sarà stata venduta oltre la metà della tranche junior. Ciò significa che l'intervento statale è subordinato alla reazione del mercato a quei titoli che presentano un rischio più elevato e non sono garantiti.

Da ultimo, il fatto che la remunerazione dello Stato per il rischio assunto sia a livelli di mercato supporta l'esclusione della configurabilità della GACS come aiuto di Stato. Se ciò nelle intenzioni del legislatore è mirato a condurre ad aumentare l'efficienza e la probabilità del recupero dei prestiti in sofferenza, quest'ultimo fine può scontrarsi con le accennate possibili inefficienze conseguenti alla designazione di un NPLs servicer esterno.

Nondimeno, però, l'affidamento dell'attività di servicing ad un soggetto terzo e indipendente consente di evitare sia un riflusso di rischio in capo all'originator (la cui compatibilità con la tecnica della securitization appare quantomeno distonico) <sup>(60)</sup>, sia deplorevoli

---

nemico agli altri uomini per la propria esclusiva soddisfazione, ma perché il lavoro dei singoli e della collettività, la legittima accumulazione di ricchezza, raggiungano traguardi sempre più grandi a favore del benessere e della crescita di tutta la famiglia umana». Sul tema v. anche Capriglione, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari, 2004, passim.

<sup>(60)</sup> E la prassi dei mercati, specie anglosassoni, evidenzia come sia raccomandabile che l'originator non assuma la funzione di servicer ovvero, qualora ricopra questa funzione, nel servicing agreement deve essere specificato che egli agisce non in proprio, ma in qualità di agent della società veicolo. Ancora, il contratto dovrebbe inoltre prevedere che all'originator-servicer venga corrisposto un compenso fisso e non parametrato ai crediti recuperati, in quanto – per l'appunto – è considerato incompatibile con la causa della cartolarizzazione che il cedente assuma

operazioni di camuffamento dei bilanci bancari <sup>(61)</sup>, definitivamente raggiungendo la eliminazione da questi ultimi e la traslazione sul mercato dei crediti deteriorati, perseguita per l'appunto con l'operazione di cartolarizzazione <sup>(62)</sup>.

La GACS assume però ancor più rilevanza se si pone in evidenza la sua stretta interconnessione con il c.d. decreto banche e con le misure ivi contenute in tema di garanzie mobiliari e velocizzazione del recupero dei crediti, che permette di velocizzare i tempi di recupero dei crediti deteriorate e rendere più economiche e con minori ostacoli le relative procedure esecutive.

In questo scenario, è possibile anche superare le riserve di chi aveva ravvisato nella GACS uno strumento utile, ma insufficiente per sbloccare e dare una svolta decisa al mercato degli NPLs nel nostro ordinamento <sup>(63)</sup>.

È forse vero che la precisa scelta legislativa di non conferire autonomia alla garanzia statale rispetto al rapporto fondamentale è una scelta «che va nella direzione opposta rispetto alle esigenze di certezza che gli investitori solitamente ricercano in una garanzia statale» <sup>(64)</sup>, ma nell'orditura che sta ridisegnando un nuovo sistema delle garanzie per il sistema bancario si sta assistendo ad un risoluto e rinnovato favor argentariorum.

Pegno non possessorio, finanziamento alle imprese garantito dall'alienazione dell'immobile concesso in garanzia sospensivamente condizionata all'inadempimento del debitore (art. 47-bis t.u.b.), patto

---

un rischio connesso a crediti oramai ceduti. È infine fondamentale l'adozione di sistemi di individuazione e rendicontazione che consentano di preservare la separazione dei crediti recuperati dal patrimonio della società cedente. In argomento cfr. Scano, Credit enhancement, cit., 128 s.

<sup>(61)</sup> In quanto non vi sarebbe una reale traslazione del rischio: cfr. Sepe, La cartolarizzazione, cit., 543 ss.; Fauceglia, La cartolarizzazione, cit., 50.

<sup>(62)</sup> V. le conclusioni di Scano, Credit enhancement, cit., 128 s., il quale afferma che «la cartolarizzazione (...) deve contraddistinguersi per una effettiva cessione dei crediti al veicolo; per un'effettiva acquisizione di liquidità; per l'allontanamento dalla sfera dell'originator del rischio di mancato realizzo dei crediti ceduti, da spostare sugli investitori». Sul punto v. anche Sepe, La cartolarizzazione, cit., 543.

<sup>(63)</sup> Così Fiscale, GACS, cit., 10.

<sup>(64)</sup> In tali termini, ancora, Fiscale, GACS, cit., 10.

marciano <sup>(65)</sup> da un lato, GACS dall'altro, sono gli estremi di un percorso finalizzato in definitiva non solo ad incentivare le banche a recuperare i prestiti in sofferenza, ma a conferire loro strumenti atti a ciò maggiormente efficaci.

---

<sup>(65)</sup> Oltre alla fattispecie di cui all'art. 47-bis t.u.b. si veda, a tal proposito, anche il nuovo art. 120-quinquiesdecies, comma 3°, t.u.b., introdotto dal d.lgs. 21 aprile 2016, n. 72 di attuazione della direttiva 2014/17/UE in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, il quale – tenuto conto del divieto di patto commissorio ex art. 2744 c.c. – prevede la possibilità che, in caso di inadempimento del mutuatario-consumatore (concretantesi nel mancato pagamento di un ammontare pari a diciotto rate mensili), la restituzione delle somme ovvero il trasferimento del bene immobile oggetto di garanzia ipotecaria o dei proventi della vendita del medesimo bene alla banca comporta l'estinzione dell'intero debito a carico del consumatore derivante dal contratto di credito.