

**Novembre 2016**

**Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016**

*Avv. Patrizio Messina e Avv. Gianrico Giannesi, Orrick*

**1. Premessa**

Il decreto legge n. 18 del 14 febbraio 2016 (il “Decreto-Legge”), pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 37 del 15 febbraio 2016 e in vigore dal 19 febbraio 2016, ha introdotto, tra l’altro, nuove disposizioni sulla concessione della garanzia dello Stato nel contesto di operazioni di cartolarizzazione di crediti in sofferenza (c.d. GACS).

Il Decreto-Legge è stato successivamente convertito con modificazioni dall’articolo 1, comma 1, legge 8 aprile 2016 n. 49.

In data 3 agosto 2016, conformemente a quanto previsto all’articolo 13 del Decreto-Legge, è stato approvato il Decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze (il “Decreto”), con cui sono state introdotte le disposizioni di attuazione della disciplina della GACS di cui al Decreto-Legge. Il Decreto, per espressa previsione legislativa, non ha natura regolamentare.

La disciplina introdotta, come noto, ha lo scopo di agevolare le banche e gli intermediari finanziari con sede in Italia nelle attività di smobilizzo dei crediti deteriorati e di facilitare lo sviluppo di un mercato italiano dei *non performing loans*, nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della Legge 30 aprile 1999, n. 130 (la “Legge 130”). La nuova misura, in accordo con la Commissione europea, è stata costruita in modo tale da escludere l’applicabilità della normativa in materia di aiuti di Stato.

Il presente contributo ha lo scopo di approfondire alcuni aspetti relativi alla GACS sulla base delle disposizioni contenute nel Decreto-Legge, cercando di analizzare altresì se ed in che modo la normativa di dettaglio abbia chiarito alcuni dubbi interpretativi sollevati dagli osservatori e dagli operatori del mercato, all’indomani dell’emanazione del Decreto-Legge.

Preliminarmente, si ricorda che, ai sensi del Decreto-Legge, la struttura delle operazioni di cartolarizzazione per le quali potrà essere richiesta la concessione della garanzia dello Stato, è delineata in dettaglio già dallo stesso Decreto-Legge, in cui vengono

analiticamente riportate le caratteristiche che tali operazioni di cartolarizzazione dovranno presentare per poter accedere alla GACS. In particolare, si prevede che:

(i) le passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione dovranno essere realizzate a fronte della cessione, da parte delle banche e degli intermediari finanziari, a una società cessionaria (società di cartolarizzazione, cd. "SPV") di crediti pecuniari qualificati come sofferenze;

(ii) i crediti oggetto di cessione dovranno essere trasferiti per un importo aggregato non superiore al loro valore lordo aggregato alla data della cessione;

(iii) la SPV dovrà emettere titoli cd. *asset-backed* ("ABS") e gli incassi e recuperi derivanti dalle passività in questione saranno destinati in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli ABS, nonché al pagamento dei costi della relativa cartolarizzazione;

(iv) i titoli dovranno essere suddivisi in almeno due classi, una subordinata all'altra: i detentori dei titoli *junior* non potranno ricevere né il pagamento degli interessi né il rimborso del capitale fino a quando i detentori dei titoli *senior* – gli unici a poter beneficiare della GACS – non saranno integralmente ripagati. Possono essere emesse anche classi di titoli a rischio intermedio (*mezzanine*)<sup>1</sup>;

(v) ai fini del rilascio della garanzia dello Stato, i titoli *senior* devono avere previamente ottenuto un livello di rating non inferiore all'ultimo gradino della scala di valutazione del merito di credito *investment grade*;

(vi) la gestione dei crediti dovrà essere affidata ad un soggetto terzo (c.d. *NPLs Servicer*) rispetto alla società cedente e non appartenente al suo gruppo. Il *Servicer* potrà essere sostituito dai detentori dei titoli nel corso dell'operazione, a condizione che ciò non comporti un peggioramento del rating dei titoli *senior*.

Quanto alla durata della garanzia dello Stato, l'accesso alla stessa è limitato a un periodo di diciotto mesi dalla data di entrata in vigore del Decreto-Legge; tale termine potrà essere esteso fino a un massimo di ulteriori diciotto mesi, previa approvazione da parte della Commissione europea.

Quanto ai costi della garanzia, essa è onerosa e potrà essere concessa solo a prezzo di mercato, così da evitare la configurazione di un aiuto di Stato. Ai fini della

---

<sup>1</sup> L'art. 3 del Decreto si occupa di precisare la definizione di titoli *senior*, prevedendo – innanzitutto – che si considerano tali i titoli di classi che non siano subordinate ad altre classi della stessa emissione (una classe si considera non subordinata ad altre classi della stessa emissione se, conformemente alla priorità di pagamento applicabile dopo l'avvio di azione esecutiva - *post-enforcement priority* - e, ove applicabile, la priorità di pagamento derivante da una messa in mora - *post-acceleration priority* -, come indicata nel regolamento dei titoli, nessun'altra classe riceve pagamenti per capitale e interessi in via prioritaria rispetto ad essa). Si specifica poi che, in caso di emissione di più tranche di titoli *senior*, la garanzia dello Stato può essere richiesta su una o più *tranche* dei medesimi.

determinazione del detto prezzo vengono presi a riferimento i prezzi di panieri di *credit default swap* attinenti a società italiane con livello di rischio corrispondente a quello dei titoli *senior* oggetto della garanzia (allegato 1 del Decreto-Legge).

Con riferimento al Decreto, si segnala che con esso sono stati forniti chiarimenti relativi, tra l'altro, alla struttura dell'operazione, al funzionamento dell'ordine di priorità dei pagamenti (art. 4), alle condizioni di ammissibilità alla garanzia dello Stato (art. 5), alla richiesta di accesso proveniente da più richiedenti (art. 6), alle modalità di presentazione dell'istanza di concessione della garanzia e della relativa procedura istruttoria (art. 7), nonché introdotte ulteriori ipotesi di inefficacia della garanzia (art. 8).

## 2. La disciplina relativa alla struttura delle operazioni di cartolarizzazione

Le disposizioni introdotte con il Decreto-Legge, come anticipato, hanno delineato in dettaglio quali devono essere le caratteristiche strutturali delle operazioni di cartolarizzazione per le quali si intenda richiedere l'intervento della garanzia dello Stato: sono stati infatti espressamente disciplinati il prezzo di cessione, il *tranching* e la struttura finanziaria dei titoli, il *rating*, il pagamento degli interessi ed il rimborso del capitale, nonché l'ordine di priorità dei pagamenti.

Si tratta, a ben vedere, di una impostazione molto diversa rispetto a quella seguita dal Legislatore con la Legge 130, ove sono stati disciplinati solo gli elementi essenziali dell'operazione, così delegando agli operatori del mercato la possibilità di modellare le operazioni al caso concreto, sulla base delle esigenze degli specifici investitori<sup>2</sup>.

Superata la fase della legge di conversione, nessuna diversa impostazione poteva attendersi dal Decreto che sembra invece aver ulteriormente irrigidito, sotto alcuni profili, lo schema dell'operazione, prevedendo ad esempio il divieto, pena l'inammissibilità alla garanzia dello Stato, di modificare le caratteristiche essenziali dei titoli *senior* senza espresso consenso del Ministero<sup>3</sup>.

Tra le previsioni di maggior rilievo afferenti alla struttura delle operazioni di cartolarizzazione, è sicuramente da annoverare quella relativa all'ordine di priorità dei

<sup>2</sup> In tal senso, si esprime anche 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 questa Rivista, marzo 2016.

<sup>3</sup> Ai sensi dell' art. 5 del Decreto, è richiesto il consenso del Ministero per le seguenti modifiche: (i) modifica dell'importo nominale o del capitale dei titoli *senior*; (ii) incremento del tasso di interesse applicato ai Titoli *senior* o, nel caso in cui sia sovraordinato rispetto al pagamento del capitale dei Titoli *senior*, ai Titoli *mezzanine*; (iii) modifica della scadenza dei Titoli *senior*; (iv) modifica degli eventi (*trigger event*) che danno diritto ai portatori dei Titoli *senior* di dichiarare la decadenza della Società di cartolarizzazione dal beneficio del termine o di applicare la priorità di pagamento derivante da una messa in mora (*post-acceleration* e *post enforcement priority*); (v) modifica del regolamento dei titoli o dei contratti dell'operazione che comporti un peggioramento del *rating* dei Titoli *senior*; e (vi) ogni modifica del regolamento dei titoli o dei contratti dell'operazione nell'ipotesi di escussione della garanzia ai sensi dell'art. 11 del Decreto-Legge.

pagamenti. A tal riguardo, all'articolo 7 del Decreto-Legge, si prevede che le somme rinvenienti dai recuperi e dagli incassi realizzati in relazione al portafoglio dei crediti ceduti, dai contratti di copertura finanziaria stipulati e dagli utilizzi della linea di credito, al netto delle somme trattenute dal soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti per la propria attività di gestione secondo i termini convenuti con la società cessionaria, sono impiegate, nel pagamento delle seguenti voci, secondo il seguente ordine di priorità:

- 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 (che può essere prevista al fine di gestire il rischio di eventuali disallineamenti fra i fondi rinvenienti dagli incassi e dai recuperi effettuati in relazione al portafoglio dei crediti ceduti ed i fondi necessari per pagare gli interessi sui titoli senior);
- 4) pagamento delle somme dovute a fronte della concessione della garanzia dello Stato 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 sui titoli mezzanine (se emessi);
- 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.

Con riferimento a tale disposizione, emergerebbero principalmente due aspetti da considerare.

Il primo riguarderebbe la necessità o meno che il pagamento delle *fee* di spettanza del *Servicer* sia effettuato come pagamento necessariamente sovraordinato rispetto alle voci indicate nella cascata dei pagamenti (e, pertanto, anche rispetto ai titoli senior). Tale interrogativo si porrebbe in considerazione dell'inciso contenuto nello stesso articolo 7 del Decreto-Legge, secondo cui i flussi di cassa relativi al portafoglio ceduto dovrebbero essere impiegati per il pagamento delle voci sopra indicate “*al netto delle*

*somme trattenute dal soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti per la propria attività di gestione secondo i termini convenuti con la società cessionaria”. La circostanza che il legislatore abbia voluto fare espresso riferimento ai “termini convenuti con la società cessionaria” induce a ritenere che sia possibile stabilire anche diversi termini di pagamento delle *fee* di spettanza del *Servicer*, che quindi non sarebbero da considerarsi necessariamente, per previsione normativa, sovraordinate rispetto alle voci dell’ordine di priorità dei pagamenti riportate nella medesima disposizione.*

Il secondo aspetto riguarderebbe invece la flessibilità o meno dello stesso ordine di priorità dei pagamenti. In particolare, appare opportuno chiedersi se tale ordine di priorità dei pagamenti, con riferimento sia al numero delle voci indicate che all’ordine in cui tali voci sono elencate, sia da considerarsi tassativo oppure se la *ratio* sottesa a tale ordine di priorità sia quella di indicare e chiarire quali siano le voci da considerarsi sovraordinate al pagamento dei titoli senior, consentendo in tali limiti anche una diversa articolazione dello stesso ordine di priorità dei pagamenti.

Dall’esame congiunto delle previsioni dell’articolo 7 del Decreto-Legge e dell’articolo 4 del Decreto, sembrerebbe potersi concludere che lo schema delineato dal legislatore con riferimento alla cascata dei pagamenti possa, nel rispetto dei limiti della *ratio* che ne è alla base, essere diversamente articolato. Infatti, all’articolo 7, comma 1- bis, anche se limitatamente alle somme dovute ai prestatori di servizi e al pagamento delle somme dovute alle controparti di contratti di copertura finanziaria, si prevede che tali pagamenti possano, *inter alia*, al ricorrere di determinate condizioni, essere postergati al completo rimborso dei titoli senior. Ma, soprattutto, all’articolo 4 del Decreto, si prevede che dall’applicazione delle priorità di pagamento previste dopo l’avvio di azioni esecutive (*post enforcement priority*) ovvero derivante dalla messa in mora (*post acceleration priority*) non devono risultare pagamenti sovraordinati ai titoli senior diversi da quelli previsti dall’articolo 7 del Decreto –Legge. Pertanto, in particolare da tale ultima disposizione, sembra emergere che la finalità della stessa sia proprio quella di stabilire le voci da considerarsi sovraordinate ai pagamenti a valere sui titoli senior, lasciando però ferma, una volta stabilito tale principio, la possibilità di porre in essere una diversa strutturazione ed articolazione della cascata dei pagamenti.

### **3. Limitazioni soggettive all’accesso alla GACS**

Il Decreto-Legge ha originariamente limitato l’accesso alla GACS alle banche italiane. Successivamente, in seno alla legge di conversione, il Legislatore ha inteso estendere la legittimazione soggettiva anche agli intermediari finanziari iscritti all’albo di cui all’articolo 106 TUB, purché aventi sede legale in Italia.

Sebbene da più parti sia stato auspicato l’ulteriore ampliamento della pletera dei soggetti ammissibili, sul punto nulla ha potuto aggiungere il Decreto.

Da ciò ne deriva una forte limitazione soggettiva nell'accesso a tale strumento, escludendo dalla platea dei possibili cedenti molti soggetti già attivi o interessati alla ristrutturazione dei debiti deteriorati, quali ad esempio le società di leasing<sup>4</sup> e altri intermediari finanziari nel credito al consumo non iscritti all'elenco ex art. 106 TUB.

Tali soggetti, infatti, non potranno direttamente accedere ad un'operazione di cartolarizzazione con i benefici della GACS, se non con l'intermediazione di un soggetto ammesso alla stessa garanzia, previa cessione a questi dei crediti deteriorati, e con il conseguente aggravio di costi e maggiori difficoltà e complicazioni nel regolare i rapporti tra soggetti cedenti e cessionari.

Sembrerebbe inoltre doversi escludere la possibilità che una società di cartolarizzazione, cessionaria dei crediti deteriorati, possa trasferire, al fine di porre in essere un rifinanziamento diretto dell'operazione di cartolarizzazione, la titolarità dei medesimi crediti ad altre società di cartolarizzazione, con la conseguenza che i medesimi crediti, per poter realizzare un'operazione che benefici della GACS, dovrebbero essere previamente retrocessi ai relativi cedenti.

#### **4. I criteri per la determinazione del valore di cessione dei crediti**

Ai sensi dell'art. 4, c. 1, lett. a), del Decreto-Legge, i crediti oggetto di cessione dovranno essere trasferiti alla cessionaria per un importo *“non superiore al loro valore contabile netto alla data di cessione (valore lordo al netto delle rettifiche)”*<sup>5</sup>.

Gli operatori ed i primi commentatori si sono posti il problema se tale parametro limitativo dovesse essere applicato al corrispettivo di ciascun singolo credito ovvero dell'intero portafoglio, nonché, conseguentemente, di come considerare le singole poste creditorie, svalutate o azzerate prudenzialmente nei bilanci delle banche e degli intermediari finanziari, ma che in realtà mantengano un valore ed una possibilità di soddisfazione.

Tale questione è stata in effetti risolta con il Decreto (cfr. art. 2): il calcolo dell'importo della cessione non dovrà effettuarsi in relazione alla singola posta, ma mediante ricorso al loro valore lordo aggregato, al netto delle rettifiche e comprensivo di eventuali incassi rivenienti dagli stessi crediti e di competenza della società di cartolarizzazione, percepiti dal soggetto cedente tra la data di definizione del valore contabile e la data di trasferimento, come attestato dalla società cedente sulla base delle scritture contabili.

---

<sup>4</sup> Si tenga presente, tuttavia, che possono essere compresi nell'operazione i crediti pecuniari derivanti da contratti di leasing, classificati come sofferenze, purché nella titolarità di banche o Intermediari finanziari (cfr. art. 3, c. 1, Decreto-Legge; art. 1, c. 1, lett. g, Decreto).

<sup>5</sup> La dicitura menzionata è stata introdotta nella legge di conversione, mentre originariamente il Decreto-Legge faceva riferimento al *“valore netto di bilancio”*.

## 5. La qualificazione giuridica della garanzia dello Stato

Alcuni dubbi potrebbero sorgere sulla qualificazione della GACS quale garanzia a prima richiesta, di fonte legale, in considerazione del fatto che, pur essendo la stessa definita come incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta, la sua efficacia è sottoposta alla condizione sospensiva rappresentata dal trasferimento a titolo oneroso da parte della società cedente di almeno il 50% più 1 dei Titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei Titoli junior e, ove emessi, dei Titoli mezzanine, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti oggetto dell'operazione di cartolarizzazione dalla contabilità della società cedente.

Nell'ambito dei rapporti di fonte contrattuale, la garanzia a prima richiesta viene configurata quale contratto autonomo di garanzia<sup>6</sup>, in base al quale una parte si obbliga, a titolo di garanzia, ad eseguire immediatamente (“a prima richiesta”) la prestazione del debitore, indipendentemente dall'esistenza, dalla validità e/o efficacia del rapporto di base, e, in deroga all'art. 1945 c.c., senza potere sollevare eccezioni di sorta (“senza eccezioni”), salvo la sola *exceptio doli*, opponibile nei confronti di chi abbia agito con dolo al fine di indurre il garante alla conclusione del negozio, e poi ne abbia chiesto l'adempimento. Ciò che contraddistingue il contratto autonomo di garanzia è l'assoluta mancanza di accessorietà rispetto al rapporto principale, a differenza di quanto accade con la fideiussione, che è rapporto accessorio rispetto all'obbligazione principale.

La questione circa la qualificazione della garanzia dello Stato come garanzia a prima domanda potrebbe rivelarsi però una questione puramente speculativa laddove si considerino gli aspetti sui quali tale qualificazione potrebbe incidere. In termini generali, anche sulla base di quanto sopra indicato, qualificare la garanzia dello Stato come a prima domanda o meno assumerebbe rilevanza con riferimento:

(i) al soggetto che ha assunto l'obbligazione di garanzia e all'adempimento da parte dello stesso della relativa obbligazione. A tal riguardo, stabilire se la garanzia sia o meno a prima domanda assumerebbe rilevanza per il grado di tutela che la stessa sarebbe in grado di assicurare al relativo creditore. Nel caso di specie, occorrerebbe però considerare che ad assumere l'obbligazione di garanzia sarebbe il MEF e che, una volta emanato il decreto di concessione della garanzia, non vi sarebbero dubbi circa l'adempimento da parte dello stesso Ministero dell'obbligazione di pagamento assunta;

(ii) alla capacità delle vicende relative al rapporto sottostante di incidere sulla garanzia. Con riferimento a tale aspetto, si rileva la previsione della condizione sospensiva cui

---

<sup>6</sup> La giurisprudenza in tema di garanzia a prima richiesta in ambito contrattuale si è così espressa: “L’inserimento in un contratto di fideiussione di una clausola di pagamento “a prima richiesta e senza eccezioni” vale di per sé a qualificare il negozio come contratto autonomo di garanzia (cd. *Garantievertrag*), in quanto incompatibile con il principio di accessorietà che caratterizza il contratto di fideiussione, salvo quando vi sia un’evidente discrasia rispetto all’intero contenuto della convenzione negoziale” (Cass. civ., SS. UU., sent. n. 3947 del 18/02/2010; conf.: Cass. civ., sez. III, sent. n. 19736 del 27/09/2011; Cass. civ., sez. III, sent. n. 10998 del 19/05/2011).

sarebbe sottoposta l'efficacia della garanzia dello Stato non esporrebbe di per sé la stessa garanzia alle vicende che potrebbero impattare sul rapporto sottostante. Anzi, sotto tale profilo, appare utile richiamare le previsioni contenute nell'articolo 8 del Decreto, in cui il Legislatore si è premurato di chiarire e specificare i casi tassativi al verificarsi dei quali la garanzia diverrebbe inefficace<sup>7</sup>.

## 6. L'accesso alla garanzia in caso di inadempimento

### 6.1. L'attivazione della garanzia dello Stato da parte dei portatori dei titoli senior

Senza voler entrare nel dettaglio delle previsioni introdotte dall'art. 11 del Decreto-Legge, relative all'escussione della garanzia, si ritiene opportuno in questa sede rilevare che i detentori dei titoli *senior*, spirati i termini di cui al detto articolo, possono richiedere l'intervento della garanzia dello Stato “*in concerto e tramite il rappresentante degli obbligazionisti (RON)*”.

Non sarebbe, quindi, possibile per il singolo investitore poter attivare direttamente ed autonomamente la garanzia: il singolo investitore potrà richiedere alla SPV il pagamento dell'ammontare garantito dalla GACS e l'attivazione della GACS solo dopo aver concordato tale decisione con gli altri portatori dei titoli *senior* e previo consenso del RON.

Bisogna premettere che la figura del RON (*Representative of the Noteholders*), non è disciplinata né della normativa in esame né dalla Legge 130. Per far fronte al vuoto normativo, la prassi ha cercato di regolamentare tale figura ispirandosi alla normativa codicistica relativa al prestito obbligazionario.

Tuttavia, è proprio l'art. 5, comma 2 della Legge 130 a stabilire che “*alle emissioni dei titoli [...] non trovano altresì applicazione gli articoli da 2410 a 2420 del codice civile*”. Viene quindi esclusa espressamente l'applicazione di tutta la disciplina codicistica in tema di obbligazioni, inclusi gli articoli relativi all'assemblea degli obbligazionisti (art. 2415 c.c.), al diritto di impugnazione delle deliberazioni dell'assemblea (art. 2412 c.c.), al rappresentante comune (art. 2417 c.c.) e agli obblighi e ai poteri del rappresentante comune (art. 2418 c.c.).

Anche il profilo della dell'organizzazione e del ruolo dei portatori dei titoli rispetto all'attivazione della garanzia non sembrerebbero essere del tutto chiari. In particolare, alcuni dubbi interpretativi potrebbero sorgere nel considerare se la richiesta di attivare la garanzia debba pervenire dalla categoria dei portatori dei titoli *senior* oppure se possa giungere autonomamente dal singolo investitore, pro quota.

---

<sup>7</sup> Ai sensi dell'articolo 8 del Decreto, la garanzia è dichiarata inefficace nei seguenti casi: (i) la decisione della società di cartolarizzazione o dei portatori dei titoli di revocare l'incarico del soggetto incaricato della riscossione abbia determinato un peggioramento del rating del Titolo senior da parte dell'ECAI; (ii) siano stati modificati il regolamento dei titoli o gli altri contratti dell'operazione in difformità con quanto previsto dal Decreto-Legge e dal Decreto.



Nel primo caso, sebbene i portatori dei titoli siano legati da una comunione di interessi, la persistenza del carattere individuale del diritto farebbe sì che la creazione di organi assembleari dovrebbe avere carattere negoziale. L'assemblea dei portatori dei titoli dovrebbe poi, con le regole maggioritarie, esprimere un'indicazione al RON, nel senso di attivare o meno la garanzia dello Stato. Aperta, tuttavia, resterebbe la questione dei diritti e delle tutele dei portatori trovatisi in minoranza, in ipotesi in cui l'organo assembleare e conseguentemente il RON decidessero di non attivare la garanzia dello Stato.

Nel secondo caso (richiesta dei singoli investitori non organizzati in assemblea), analogo sarebbe il problema dei rimedi avverso la decisione del RON (dal momento che la decisione dovrebbe essere presa anche di concerto con quest'ultimo) di non attivare la garanzia dello Stato.

Peraltro, l'utilizzo, all'interno della disciplina in commento, del termine "concerto"<sup>8</sup> (in effetti, istituto tipico del diritto amministrativo, teso a disciplinare le relazioni interorganiche), contribuisce ulteriormente a lasciare oscuro in che modo debba atteggiarsi il rapporto tra la volontà espressa dai detentori dei titoli e quella del RON.

Nulla sul punto aggiunge o chiarisce il Decreto.

A tal riguardo, si rileva tuttavia che i documenti dell'operazione di cartolarizzazione potrebbero contenere un'autorizzazione *ex ante* al RON (e, pertanto, un conseguente obbligo a suo carico) di procedere all'attivazione della garanzia, senza la necessità di ricevere ulteriori istruzioni dagli investitori.

## 6.2. L'escussione della garanzia ed il pagamento da parte del MEF

Con riferimento all'escussione della garanzia ed in particolare all'esecuzione del pagamento da parte del MEF ai portatori dei titoli senior degli importi non pagati dalla SPV, è in dubbio se il relativo pagamento da parte del MEF possa essere richiesto in relazione a ciascuna *payment date* in cui la stessa SPV non abbia integralmente pagato interessi e/o capitale sui titoli senior o solo a seguito della data di scadenza legale dei titoli senior. A tal riguardo, si rileva che:

(i) (a) l'articolo 11 comma 1 del Decreto-Legge chiarisce che al fine dell'escussione della garanzia sia necessaria la previa richiesta da parte del RON alla società cessionaria dell'ammontare dell'importo "... *scaduto e non pagato* ..." sui titoli senior; (b) l'articolo 11 comma 2 prevede che il MEF provveda al pagamento dell'importo "... *non pagato* ..." dalla società cessionaria; pertanto, sulla base di tale previsione, si comprende che il MEF provvederà al pagamento degli importi scaduti e non pagati da parte della società di cartolarizzazione.

---

<sup>8</sup> Per un inquadramento generale dell'istituto del concerto, cfr. Casetta, *Manuale di diritto amministrativo*, 2015, 494 ss.

Il Decreto-Legge prevede che il mancato pagamento di interessi sui titoli senior non comporti la decadenza dal beneficio del termine della società di cartolarizzazione. Ciò implica che (in assenza di un piano di ammortamento per il rimborso titoli senior) il capitale sui titoli senior possa considerarsi scaduto e non pagato solo a seguito della data di scadenza legale dei titoli senior e dunque che l'attivazione della garanzia in relazione al capitale possa avvenire non prima di tale data (fatta salva presumibilmente la decadenza dal beneficio del termine della società di cartolarizzazione per eventi diversi dal mancato pagamento degli interessi sui titoli senior); resta dunque da verificare quando la garanzia possa essere attivata in relazione al mancato pagamento degli interessi;

(ii) in relazione al mancato pagamento degli interessi, ci si interroga se (a) l'attivazione della garanzia possa avvenire in relazione ad ogni data di pagamento in cui ci siano interessi scaduti e non pagati sui titoli senior, o (b) (anche in relazione al mancato pagamento di interessi) la garanzia possa essere attivata solo a seguito della data di scadenza legale dei titoli L'ipotesi di cui alla lettera (b) del punto che precede, dovrebbe ritenersi esclusa (X) dalla previsione dell'articolo 11, comma 3, del Decreto-Legge, ai sensi del quale il MEF "*è surrogato nei diritti dei detentori dei Titoli senior e provvede ... subordinatamente al pagamento di quanto dovuto a titolo di interessi ai portatori dei Titoli senior, al recupero della somma pagata...*". Tale disposizione lascia intendere che ci sia la possibilità che a seguito di surrogazione del MEF vi siano ancora interessi da pagare sui titoli senior, cosa che non sarebbe possibile ove il MEF provvedesse al pagamento degli interessi sui titoli senior solo a seguito della data di scadenza finale di tali titoli; nonché (Z) sulla base della previsione di cui all'articolo 5, comma 1, lettera (a) del Decreto, ai sensi della quale "*... l'escussione della garanzia non comporta la decadenza dal beneficio del termine della società di cartolarizzazione*". Tale disposizione indica chiaramente che la garanzia potrebbe essere escussa prima della decadenza dal beneficio del termine della società per la cartolarizzazione dei crediti e, dunque, anche prima della data di scadenza finale dei titoli senior (data in cui si verificherebbe verosimilmente tale decadenza dal beneficio del termine).

Sulla base di quanto sopra, sembra potersi ritenere che l'escussione della garanzia con riferimento al rimborso del capitale sia possibile solo a seguito della data di scadenza finale dei titoli senior mentre l'escussione della garanzia con riferimento agli interessi sarebbe potenzialmente ammissibile in relazione a ciascuna data di pagamento. In merito, appare opportuno precisare che, poiché il rating dell'operazione può essere richiesto su base *timely payment* (in tal caso, le agenzie di rating valutano la probabilità che gli interessi vengano pagati ad ogni data di pagamento mentre il capitale solo alla data di scadenza legale dei titoli senior) o *final payment* (in tal caso le agenzie di rating valutano la probabilità che capitale ed interessi siano pagati integralmente entro la data di scadenza legale dei titoli senior), sembra ragionevole ritenere che laddove sia richiesto di valutare l'operazione con rating *timely payment*, il pagamento al MEF, per quanto riguarda gli interessi, potrebbe essere richiesto in relazione a ciascuna data di pagamento mentre, laddove sia richiesto di valutare l'operazione con rating *final*

*payment*, il pagamento al MEF potrebbe essere richiesto solo a seguito della data di scadenza legale dei titoli senior.

## 7. La surroga del MEF

Ai sensi dell'articolo 11 del Decreto – Legge, con il pagamento, il MEF 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 titoli senior, 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, anche mediante il ricorso alla procedura di iscrizione a ruolo.

Con riferimento a tale disposizione, si rileva che:

- (i) il legislatore ha previsto un'ipotesi di surrogazione *ex lege*;
- (ii) tale surrogazione comporterebbe il subentro MEF negli stessi identici diritti dei portatori dei titoli senior, tanto più che il MEF sarebbe assoggettato, per l'esercizio di tali diritti, agli stessi limiti previsti contrattualmente nei documenti della relativa operazione di cartolarizzazione;
- (iii) tale surroga lascerebbe in ogni caso fermi ed impregiudicati gli ulteriori diritti specificatamente riconosciuti al MEF dal Decreto-Legge e dal Decreto (si consideri ad esempio l'impossibilità di apportare determinate modifiche all'operazione di cartolarizzazione, senza il consenso del MEF).

La circostanza che il MEF, tramite la surroga, subentrerebbe nei diritti dei portatori dei titoli senior avrebbe come naturale corollario la possibilità che il MEF eserciti, nell'assemblea dei portatori dei Titoli, i diritti di voto di spettanza dei detentori stessi. A tal riguardo, occorrerebbe però considerare che il potere di voto in assemblea spettante ai portatori dei Titoli è correlato al capitale detenuto dagli stessi portatori con riferimento ai titoli, con la conseguenza che il medesimo potere di voto potrebbe essere riconosciuto al MEF una volta che quest'ultimo, a seguito di escussione della garanzia, abbia provveduto al rimborso della quota capitale di tali titoli.

## 8. L'utilizzabilità dei titoli ai fini BCE

Questione che appare, anche alla luce del Decreto, irrisolta è quella relativa alla possibilità di utilizzare i titoli senior assistiti dalla GACS come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale Europea ("BCE") e, quindi, se questi possano essere ritenuti attivi idonei per le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.

A tal riguardo, i provvedimenti della BCE che disciplinano l'utilizzabilità dei titoli di cartolarizzazione per operazioni di rifinanziamento con la stessa BCE non sembrano

prevedere espressamente la stanziabilità di titoli di cartolarizzazione emessi nell'ambito di un'operazione assistita dalla GACS (o operazioni similari). Allo stesso tempo, le attuali linee guida della BCE vigenti in materia conducono alle seguenti considerazioni: (i) le c.d. *Temporary Guidelines* indicano espressamente che i titoli di cartolarizzazione sono stanziabili per la realizzazione di operazioni di rifinanziamento ove il portafoglio sottostante non contenga esposizioni scadute e non pagate da oltre 90 giorni espressamente (escludendo dunque la stanziabilità di titoli di cartolarizzazione aventi come sottostante portafogli non performing); (ii) le c.d. *Ordinary Guidelines* non escludono la stanziabilità di titoli di cartolarizzazione aventi come sottostante portafogli non performing, a condizione che (a) il rating dei titoli di cartolarizzazione non sia inferiore ad A-, e (b) gli asset compresi nel portafoglio siano di tipo omogeneo (dunque ad esempio non si potrebbe avere un portafoglio misto RMBS/SME). Appare quindi evidente che la realizzabilità di un'operazione di cartolarizzazione che rispetti le caratteristiche richieste dalle *Ordinary Guidelines* sia molto complessa e se non impossibile.

Tale possibilità rappresenterebbe invece un aspetto particolarmente positivo, in termini di liquidità, nonché un significativo incentivo per favorire l'accesso e la diffusione di cartolarizzazioni assistite dal beneficio della garanzia statale e, pertanto, considerata la sua importanza, si auspica a tal riguardo un chiarimento o un intervento da parte della stessa BCE.