

La cartolarizzazione è una tecnica di finanza strutturata che trae origine dal mercato anglosassone mediante la quale si può trarre della liquidità attraverso la smobilizzazione di attivi di bilancio. La legislazione in materia di operazioni di cartolarizzazione si articola in una pluralità variegata di regole rivolte ora all'autonomia privata, ora alla finanza pubblica. La legge 30 aprile 1999, n.130 detta una disciplina generale. Il sistema, peraltro, comprende le discipline speciali sulla cartolarizzazione dei crediti Inps (l. 5 novembre 1999, n. 402) e sulla privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare (l. 23 novembre 2001, n. 410), oltre agli artt. 7 e 8 della legge 112/2002 che istituiscono rispettivamente Patrimonio S.p.A. e Infrastrutture S.p.A. In particolare l'ambito applicativo della legge 130/1999, come descritto all'art.1 è indicato "nelle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante *cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri*, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti.". Il dato peculiare dell'intera operazione è che "le somme corrisposte dal debitore, o dai debitori ceduti, *sono destinati in via esclusiva* dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altre società, per finanziare l'acquisto di tali crediti nonché al pagamento dei costi dell'operazione". (art. 1, co. 1, lett. b). E a ulteriore tutela dei prenditori dei titoli si fissa la regola (art. 3, co. 2) secondo la quale "I crediti relativi a ciascun operazione *costituiscono patrimonio separato* a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditore diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi". La traslazione del credito al centro dell'operazione di cartolarizzazione è finalizzata alla costituzione di un patrimonio separato cui il legislatore *imprime un preciso vincolo di destinazione in favore dei portatori dei titoli*, i quali non sono contitolari del patrimonio separato, ma meri destinatari di un risultato (cd. titoli *pay through*). Ai crediti ceduti il legislatore imprime, quindi, un preciso vincolo di destinazione a servizio del prestito emesso dalla società veicolo, realizzando così la connessione tra cessione e prestito e garantendo i diritti dei prenditori, a tutela dei diritti dei risparmiatori¹. Le successive evoluzioni della disciplina hanno

¹ CAPALDO, *Tutela del risparmio e diritti dei prenditori dei titoli nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti*, in VETTORI (a cura di), *Concorrenza e mercato. Le tutele civili delle imprese e dei consumatori*, Padova, 2005, p. 675 ss. Il sistema peraltro comprende le discipline speciali sulla cartolarizzazione dei crediti INPS (l. 5 novembre 1999, n. 402), sulla privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare l. 23 novembre 2001, n. 410, conversione del d.l. 25 settembre 2001, n. 351) e la legge finanziaria 2003, l. 112/2002, che agli artt. 7 e 8 istituisce la Patrimonio dello Stato S.p.a. e la Società per il finanziamento delle infrastrutture, le quali possono realizzare operazioni di cartolarizzazione a garanzia delle quali sono previste ipotesi di patrimonio separato (rispettivamente art. 7, 11° co., art. 8, 4° co.). La struttura di un'operazione di cartolarizzazione, in quanto tecnica finanziaria applicabile a qualsiasi *assets* è analoga anche quando ha per oggetto, anziché i crediti, gli immobili di Stato. Infatti, all'art. 2, 2° co. della l. 23 novembre 2001, n. 410 si stabilisce che le società costituite *ad hoc*, effettuo, per realizzare le operazioni di cartolarizzazione, emissioni di titoli o assunzioni di finanziamenti. Per ogni operazione sono individuati i beni immobili destinati al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli e dei concedenti i finanziamenti. I beni così individuati costituiscono "patrimonio separato a tutti gli effetti da quello delle società

consentito di giovare di sempre maggiori opportunità finanziarie, ma non ne hanno mutato né la struttura, né la funzione².

La struttura di un'operazione di cartolarizzazione, pur contemplando una pluralità di contratti tra i diversi soggetti che a vario titolo intervengono nel corso della operazione, si sostanzia in un contratto a titolo oneroso di *cessione dei crediti* e nella *emissione di titoli* per finanziare l'acquisto dei crediti medesimi. La cessione dei crediti si perfeziona tra l'*originator* - appunto la società che cede il complesso dei crediti - e lo *special purpose vehicle* (SPV), società cessionaria la quale deve avere quale oggetto esclusivo la realizzazione di uno o più operazioni di cartolarizzazione. L'emissione dei titoli sul mercato può avvenire ad opera della stessa società cessionaria o di altra società emittente e si realizza attraverso un contratto di finanziamento tra la emittente e i sottoscrittori dei titoli emessi per finanziare appunto l'acquisto dei crediti.

L'art. 3 della legge 130/1999 disciplina la società per la cartolarizzazione dei crediti (SPV) che deve essere costituita (co. 3) si costituiscono in forma di società di capitali e ha per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Fermi restando gli obblighi di segnalazione previsti per finalità statistiche, la Banca d'Italia, in base alle deliberazioni del CICR, può imporre alle società obblighi di segnalazione ulteriori relativi ai crediti cartolarizzati al fine di censire la posizione debitoria dei soggetti cui i crediti si riferiscono.

stesse e da quello relativo alle altre operazioni" e non sono ammesse azioni da parte di qualsiasi creditore diverso dai portatori dei titoli emessi dalle società ovvero dai concedenti i finanziamenti".

² Ai sensi dei commi 2-bis e 2-ter - introdotti con l'art. 12, comma 1 del d.l. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito in l. 21 febbraio 2014, n. 9 e poi modificati dall'art. 22, co. 6, lett. c) del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 116 - l'inammissibilità delle azioni è estesa ai conti delle società cessionarie o emittenti i titoli, dove vengono accreditate le somme corrisposte dai debitori ceduti o qualsiasi altra somma comunque di spettanza della società. In particolare al comma 2-bis la regola di responsabilità patrimoniale del patrimonio separato viene ulteriormente precisata stabilendo che "*non sono ammesse azioni da parte di soggetti diversi da quelli di cui al comma 2 sui conti delle SPV aperti presso la banca depositaria ovvero presso i soggetti incaricati dalla riscossione, dove vengono accreditate le somme corrisposte dai debitori ceduti nonché ogni altra somma pagata o comunque di spettanza della società ai sensi delle operazioni accessorie condotte nell'ambito di ciascuna operazione di cartolarizzazione o comunque ai sensi dei contratti dell'operazione*". Infatti vale il principio generale per cui queste le somme possono essere utilizzate dalle società di cui al comma 1 esclusivamente per il soddisfacimento di crediti vantati dai soggetti di cui al comma 2 e dalle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti, nonché per il pagamento degli altri costi dell'operazione. In caso di avvio nei confronti del depositario di procedimenti di cui al titolo IV del testo unico bancario, nonché di procedure concorsuali, le somme accreditate su tali conti e quelle affluite in corso di procedura non sono soggette a sospensione dei pagamenti e vengono immediatamente e integralmente restituite alla società senza la necessità di deposito di domanda di ammissione al passivo o di rivendica e al di fuori dei piani di riparto o di restituzione di somme.

La società cessionaria finanzia l'acquisto dei crediti attraverso l'emissione di titoli sul mercato titoli, generalmente denominati *Asset Backed Securities* (ABS), che possono essere garantiti o meno da ipoteca (Mortgage or not-mortgage backed securities); le ipoteche a garanzia delle ABS garantite da ipoteca possono essere su immobili residenziali, o su immobili commerciali. I titoli emessi per poter finanziare l'acquisto dei crediti devono essere rimborsati attraverso gli incassi derivanti dal pagamento da parte dei debitori ceduti, quindi il pagamento e rimborso dei titoli avviene attraverso il ricavato dei crediti. Laddove, in via del tutto ipotetica, non si ricavasse dai crediti un ammontare sufficiente al rimborso dei titoli, il rischio graverebbe sul mercato e quindi sui prenditori dei titoli, perché la cessione sempre secondo lo schema base avviene *pro soluto*.

Nella descrizione della fattispecie cartolarizzazione ex l. 130/1999 è necessario valutare se i due momenti – la cessione e l'emissione dei titoli da parte della società veicolo – rimangano due atti negoziali distinti e autonomi, sia pure legalmente collegati, oppure confluiscono in un'unica complessa operazione negoziale.

Molteplici sono gli argomenti a sostegno della ricostruzione in termini unitari della cartolarizzazione. La società cessionaria emette i titoli e si obbliga nei confronti dei prenditori proprio al fine di acquistare il pacchetto dei crediti, oggetto della cessione. Inoltre, i titoli sono rimborsati con le somme ricavate dei crediti ceduti, cosicché il rischio dell'insolvenza del debitore ceduto grava sul prenditore (sia pure tenendo conto di tutto il complesso sistema delle garanzie collaterali). Certamente i singoli contratti - cessione dei crediti, emissione dei titoli e tutti gli altri negozi accessori - conservano la loro autonomia, ma possono essere valutati unitariamente, sia sotto profilo finanziario, sia nella prospettiva della individuazione della funzione economica, che l'operazione di cartolarizzazione è diretta a realizzare.

Pertanto la qualificazione della cartolarizzazione come unico contratto, oppure come due distinti momenti negoziali non sposta tanto le architetture finanziarie dell'operazione - la quale viene blindata sia attraverso la separazione patrimoniale, sia attraverso garanzie collaterali, sia con la valutazione del merito di credito e la indicazione di altre eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione, - quanto la disciplina dei singoli rapporti compresi nel fascio di quelli oggetto di cessione. È analoga anche quando ha per oggetto anziché crediti un altro attivo. In ordine alla tutela dell'investitore di aspetti rilevanti sono due il primo a dover essere analizzato è il trattamento del rapporto tra cessionario e debitore ceduto. In secondo luogo di più immediata evidenza devono essere oggetto di indagine le tutele e di diritti dei risparmiatori, prenditori dei titoli.

Separazione patrimoniale a tutela dei prenditori dei titoli

E' noto che il sistema è stato caratterizzato da una rapida evoluzione: la dottrina tradizionale condivideva unanime l'affermazione che i patrimoni separati rappresentassero una deroga, ammessa soltanto in casi tassativamente previsti dalla legge, al principio della universalità della responsabilità patrimoniale (artt. 2740 c.c.) e che soltanto in fattispecie inderogabili – eminentemente nell'ambito del diritto di famiglia e delle successioni – il legislatore interrompesse la ordinaria corrispondenza tra soggettività e unicità del patrimonio, consentendo di destinare - a vantaggio, esclusivamente, di alcuni creditori - una parte di beni e diritti al soddisfacimento di uno scopo individuato. Dagli anni Novanta del secolo scorso, progressivamente, sono state normate nuovi istituti, riconoscendo altresì ai privati, entro certi limiti e condizioni, il potere di configurare patrimoni separati³.

Pur con un'estrema semplificazione, che rischia di sembrare apodittica, si può descrivere questa trasformazione secondo due direttrici principali: da un lato, l'introduzione progressiva di nuove figure di patrimoni separati; dall'altro, la diversa morfologia della struttura delle singole fattispecie di separazione, la quale tende sempre più a lasciare ai privati il potere di modellarne i relativi statuti⁴.

Quanto al primo profilo, è noto che, nel tempo, hanno visto la luce istituti sempre più sensibili alle istanze economiche e gestionali delle imprese, ma anche alla realizzazione di interessi – genericamente - meritevoli di tutela (art. 2645-ter c.c.⁵).

³ Con l'espressione *patrimoni separati* s'intende fare riferimento anche a tutte le diverse accezioni di separazione, segregazione e destinazione.

Sul fenomeno della autonomia e separazione patrimoniale, in generale, DONADIO, *I patrimoni separati*, Bari, 1940; PINO, *Il patrimonio separato*, Padova, 1950; RAYNAUD, *La nature juridique de la dot. Essai de contribution à la théorie générale du patrimoine*, Paris, 1934; JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968; MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633 ss.; RASCIO, *Destinazione di beni senza personalità giuridica*, Napoli, 1971; GUINCHARD, *L'affectation des biens en droit privé français*, Paris, 1976; JACKSON, KRONMAN, *Secured Financing and Priorities among Creditors*, 88 *Yale L. J.* 1105 (1979); SCHWARTZ, *Security Interests and Bankruptcy Priorities: a Review of Current Theories*, 10 *J. Leg. St.* 1 (1981); ROPPO, *Par condicio creditorum sulla posizione e sul ruolo del principio di cui all'art. 2741 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, I, p. 305; L. BIGLIAZZI GERI, *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, p. 280 ss.; ID., *A proposito di patrimonio autonomo e separato*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, II.1, Milano, 1998, p. 105; FERRO LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 121 ss.; ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p. 545 ss.; BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, p. 115; IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003; CAPALDO, *Patrimoni Separati* (voce), in *Diritto Civile*, a cura di MARTUCCELLI-V. PESCATORE, Milano, 2011, p. 1201 ss.

⁴ Con l'esigenza quindi anche di elaborare i canoni di valutazione del corretto agire dei privati, sul punto sia consentito rinviare a CAPALDO, *Autonomia privata e statuti di responsabilità patrimoniale. I finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, in MI. BIANCA-CAPALDO (a cura di) *Gli strumenti di articolazione del patrimonio. Profili di competitività del sistema*, Milano, 2010, p. 65 ss.

⁵ Si veda, da ultimo, la legge 112/2016 in materia di assistenza alle persone con disabilità grave prive del sostegno familiare che all'art. 6 disciplina l'istituzione di trust, vincoli di destinazione e fondi speciali composti di beni sottoposti a vincolo di destinazione.

Le diverse fattispecie presentano regole complesse⁶, talvolta rispondenti all'esigenza della imputazione dei diritti; talaltra a quella della limitazione di responsabilità; più spesso l'elaborazione di nuove ipotesi di patrimoni separati è funzionale alla realizzazione di ingegnose operazioni finanziarie⁷.

Per quanto attiene al secondo profilo, l'ordinamento non dispone di una definizione che detti la struttura dei fenomeni di separazione⁸. Orbene, è indubbio che ogni figura di

In generale sulla valutazione di meritevolezza degli interessi realizzati G.B. FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1971, II, p. 81 ss.; M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, cit., p. 91 ss.; ID., *Negozi giuridico IV, Negozi illeciti*, in *Enc. giur. Treccani*, XX, 1990, p. 1; GUARNERI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, p. 799 ss.; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina sociale dei rapporti economici*, Milano 1969, p. 219 ss.; GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, p. 52 ss.

⁶ Solo a mo' di esempio si richiamano contratti di intermediazione finanziaria ex art. 22 e 36 d. lgs. 58/1998; cartolarizzazione dei crediti art. 3 l. 130/1999, finanza di progetto, riconoscimento di trusts costituiti all'estero Convenzione dell'Aja del 1985 ratificata con l. 364/1989, atti di destinazione ex art. 2645 *ter* c.c.; *trust* per il "dopo di noi" art. 6, l. 112/2016. Benché gli interessi a fondamento delle molteplici figure si presentino radicalmente diversi, è comunque configurabile una classificazione che sistemi la materia, sgombrando prima il campo da quelle ipotesi che, pur così denominate, appaiono estranee alla nozione tecnica di patrimonio separato. La disciplina dettata per i contratti aventi ad oggetto prestazioni di servizi di investimento, è volta a distinguere il patrimonio del singolo investitore, sia da quello degli altri investitori, che da quello dell'intermediario. La separazione patrimoniale, pertanto, risponde sia alla finalità di individuare la titolarità di singoli strumenti finanziari e di somme di danaro, sia alla esigenza di verificare il corretto operare dell'intermediario e il risultato della gestione. In questo caso, la separazione tra patrimoni non realizza né la funzione di limitare la responsabilità, né risolve un problema tecnico di imputazione di diritti. È un sistema contabile che consente la corretta e trasparente esecuzione del contratto avente ad oggetto servizi di investimento. È norma a tutela dell'investitore, funzionale alla corretta gestione e alla trasparenza e, quindi, non rileva sul piano della responsabilità patrimoniale.

⁷ Tra gli altri, CAPALDO, *I patrimoni separati nella struttura delle operazioni finanziarie*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, p. 201 ss.

Tutte queste figure, peraltro, lasciano aperte una serie di questioni connesse alla tutela dei diritti dei soggetti coinvolti, alle forme di pubblicità e di opponibilità del vincolo di destinazione ai terzi e al fallimento e i termini di ammissibilità dell'azione revocatoria, che potrebbero trovare una sistemazione proprio nella prospettiva soggettiva, che qui si vuole ricostruire. In ogni caso, la prospettiva ora accolta dal legislatore, sia con le norme sui patrimoni destinati, che con gli atti di destinazione ex art. 2645 *ter* c.c., non solo conferma la tesi che le figure di patrimoni separati risolvono un problema di responsabilità e non di imputazione di diritti, ma tratteggia l'oggetto del patrimonio separato in termini nuovi. Il patrimonio destinato ad uno specifico affare va configurato in termini «garanzia patrimoniale» posta al servizio dell'affare medesimo (art. 2447-bis lett. *a*), o del finanziatore (art. 2447-bis lett. *b*), la cui consistenza deve essere quantificata da un punto di vista dinamico. Non limitata, pertanto, al valore dei beni, ma estesa alla redditività ricavabile da quei beni, cespiti, finanziamenti, oggetto del patrimonio dedicato.

⁸ La scarsa presenza di definizioni legislative nel nostro codice risponde ad una precisa opzione di tecnica legislativa, sul problema diffusamente BELVEDERE, *Il problema delle definizioni nel codice civile*, Milano, 1977, *passim*, ma spec. p. 43 ss.; GIULIANI, *Logica (teoria dell'argomentazione)*, in *Enc. dir.*, XXV, Milano, 1975, pp. 13 ss., spec. 31 ss. per gli sviluppi del dibattito sul metodo tipologico nella dottrina tedesca LARENZ, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*⁶, Berlin, 1991, p. 301 ss.; e per una diversa impostazione KUHLEN, *Typuskonzeptionen in der Rechtslehre*, Berlin, 1977, p. 23 ss.; sul più ampio dibattito relativo ai concetti giuridici si segnalano qui soltanto PUGLIATTI, *La logica e i concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, p. 197 ss.; in *Diritto Civile. Metodo - Teoria - Pratica*, Milano, 1951, p. 667 ss.; BOBBIO, *Scienza del diritto e analisi del linguaggio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1950, p. 342 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Recenti tendenze in tema di concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, p. 15 ss.; ora in *Scritti giuridici*, I, Milano, 1997, p. 51 ss.; sull'impianto sistematico del codice civile in ordine alla figura del contratto in generale si v. G. BENEDETTI, *L'autonomia privata nel sistema del codice civile. Il diritto comune dei contratti e degli atti unilaterali tra vivi a*

patrimonio separato si compone di una pluralità variegata di elementi costitutivi; ciò nonostante appare possibile descrivere un modello cui è ricondurre almeno tre elementi essenziali: a) il vincolo di destinazione, cioè lo scopo per il quale è consentita la separazione patrimoniale⁹; b) l'oggetto del patrimonio separato, *i.e.* quali sono i beni e i rapporti attivi e passivi, che possono essere appunto - nel singolo caso - oggetto di separazione o di conferimento al patrimonio; c) la regola di responsabilità patrimoniale, che stabilisce quali categorie di creditori possono aggredire – e attraverso quali azioni - i beni e i diritti oggetto del patrimonio separato e a quali, invece, siffatta facoltà è preclusa.

La disciplina del fondo patrimoniale (art. 167 ss. c.c.) rappresenta il paradigma nel quale il legislatore predetermina lo scopo, indicandolo nell'esigenza di far fronte ai bisogni della famiglia; l'oggetto del patrimonio, ossia beni immobili, beni mobili iscritti in pubblici registri e titoli di credito; infine, la regola di responsabilità patrimoniale, secondo la quale il creditore non può aggredire il fondo per l'adempimento di debiti, *che conosceva essere stati contratti per scopi estranei ai bisogni della famiglia* (art. 170 c.c.) . Con i patrimoni destinati *ex art 2447 bis* e ss., introdotti dalla riforma del diritto societario e ancor più, con l'art. 2645 *ter* c.c., il legislatore non ha stabilito tutti questi elementi, ma ha lasciato un certo margine all'autonomia privata nell'individuazione dello scopo¹⁰, dell'oggetto ed entro certi limiti anche della regola di

contenuto patrimoniale, in *Il diritto comune dei contratti e degli atti unilaterali tra vivi a contenuto patrimoniale*², Napoli, 1997, p. 3 ss. P. RESCIGNO, *Commento all'art. 1*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, I, Padova, 1998, p. 9 ss.; così, sia pure nel diverso e più ampio orizzonte della filosofia ermeneutica BENEDETTI, *Diritto e linguaggio. Variazioni sul «diritto muto»*, in *Europa dir. priv.*, 1999, pp. 137 ss., spec. 140 ss.; intorno all'evolversi del metodo e del linguaggio giuridico ID., *Appunti storiografici sul metodo dei privatisti e figure di giuristi*, in *Prelazione e retratto*, Seminario coordinato da G. Benedetti e L.V. Moscarini, Milano, 1988; e in *Raccolta di scritti in memoria di Angelo Lener*, Napoli, 1988, p. 241 ss.

⁹ In generale sui vincoli di destinazione FUSARO, *Destinazione (vincoli di)*, in *Dig. disc. Priv., sez. civ.*, V, Torino, 1989, p. 321 ss.; ID., *Vincoli temporanei di destinazione e pubblicità immobiliare*, in *Contratto e impresa*, 1993, p. 820; ID., *"Affectation", "Destination" e vincoli di destinazione*, in *Scritti in onore di R. Sacco*, t. II, Milano, 1994, p. 455 ss.; ID., *I vincoli contrattuali di destinazione degli immobili*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, t. III, Torino, 1995, p. 2229 ss.; DE NOVA, *Il principio di unità della successione e la destinazione dei beni alla produzione agricola*, in *Riv. dir. agr.*, 1979, p. 550 ss.; ALPA., *Proprietà-potere di destinazione e vincoli di destinazione*, in *Dizionario di diritto privato*, Torino, 1985, p. 322; ID., *Destinazione dei beni e struttura della proprietà*, in *Riv. not.*, 1983, I, p. 6; ID., *Funzione sociale della proprietà e potere di destinazione dei beni*, in *Quad. reg.*, I, 1988, p. 37 ss., spec. p. 51; TAMPONI, *Una proprietà speciale (Lo statuto dei beni forestali)*, Padova, 1983; CONFORTINI, *Vincoli di destinazione*, in *Dizionario di diritto privato*, a cura di IRTI, Milano, 1980, p. 871 ss.; CHIANALE, *Vincoli negoziali di indisponibilità*, in *Scritti in onore di R. Sacco*, t. II, Milano, 1994, p. 1999 ss.; AA. VV., *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003;

¹⁰ Per un quadro generale del problema, oltre alla suggestiva voce M. GIORGIANNI, *Causa* (dir. priv.), in *Enc. dir.*, VI, Milano, 1960, p. 547 ss.; BETTI, *Causa*, in *Noviss. Dig.*, III, Torino, 1959, p. 32 ss.; DI MAJO, *Causa del negozio giuridico*, in *Enc. giur. Treccani*, IV, Roma, 1988, p. 1 ss.; C.M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*², III, Milano, 2000, p. 447 ss.; SACCO - DE NOVA, *Il contratto*², in *Trattato di diritto privato* diretto da P. RESCIGNO, X, 1, Torino, 1993, p. 635 ss.; AA. VV., *Causa e contratto nella prospettiva storico-comparatistica* a cura di VACCA, Torino, 1997, p. 245 ss.; ALPA, *La causa e il tipo*, in *I contratti in generale* a cura di E. GABRIELLI, I, in *Tratt. contratti* diretto da P. RESCIGNO, Torino, 1999, p. 542 ss.; ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2001, p. 361 ss.

responsabilità patrimoniale. Nei patrimoni destinati i) lo scopo è indicato, genericamente, in uno specifico affare, che sarà di volta in volta valutato dalla società in funzione delle esigenze imprenditoriali; ii) l'oggetto, che nel patrimonio di tipo a) è, anche in questo caso sommariamente, individuato entro un massimo del 10% dei rapporti attivi e passivi esistenti nel bilancio della società, nella figura di tipo b) ex 2447-*decies* è indicato nei "proventi" (futuribili) derivanti dall'affare¹¹; iii) la regola di responsabilità patrimoniale può essere modificata dalle scelte della società, quanto alle maggiori o minori tutele riconosciute ai cd. creditori dell'affare¹².

Per la prospettiva del superamento della nozione soggettiva di causa, VENEZIAN, *La causa dei contratti*, Roma, 1892, ora in *Opere giuridiche*, I, Roma, 1919, p. 347 ss.; BONFANTE, *Sulla causa illecita*, in *Riv. dir. comm.*, 1917, p. 231 ss.; ora in *Scritti giuridici vari*, III, Torino, 1921, p. 104 ss.; ID., *Il contratto e la causa del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1908, p. 115 ss.; ora in *Scritti giuridici vari*, cit., p. 125 ss. Per la nozione di causa come sintesi degli effetti essenziali, PUGLIATTI, *Nuovi aspetti del problema della causa dei negozi giuridici*, in *In memoria di Giacomo Venezian*, Messina, 1934, p. 187 ss.; ora in *Diritto civile. Saggi*, Milano, 1951, p. 75 ss.; ID., *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-48, I, p. 13 ss.; ora in *Diritto civile. Saggi*, cit., p. 105 ss. Vivace l'interesse nel primo cinquantennio del Novecento, DEIANA, *Alcuni chiarimenti sulla causa del negozio e dell'obbligazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1938, I, pp. 1 ss. e 105 ss.; NICOLÒ, *Aspetti pratici del concetto di causa*, in *Riv. dir. comm.*, 1939, II, p. 10 ss.; OSILIA, *Considerazioni sulla causa del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 344 ss.; REDENTI, *La causa del contratto secondo il nostro codice*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1950, p. 894 ss.; G. MIRABELLI, *Causa subiettiva e causa obiettiva*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1951, p. 323 ss.; GORLA, *Causa, consideration e forma nell'atto di alienazione inter vivos*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, I, pp. 173 ss. e 257 ss.; ID., *La «causa» nel pensiero dei giuristi di common law*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, I, p. 344 ss.; MANCINI, *La «consideration» nel diritto nordamericano dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1953, p. 1039 ss. Per l'elaborazione della nozione di causa come funzione economico-sociale BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*², in *Trattato di diritto civile*, diretto da Filippo Vassalli, XV.2, Torino, 1960, p. 171 ss.; sulla nozione di causa come funzione economico-individuale G.B. FERRI, *Causa e tipo del negozio giuridico*, Milano, 1966; per una valorizzazione degli interessi che le parti realizzano attraverso il regolamento contrattuale BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969, p. 138 ss.

il giudizio di liceità nei negozi tipici, su cui, si veda diffusamente PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1972, pp. 85 ss. e 163 ss.;

poi quello relativo alla ripetizione dell'indebitito e dell'arricchimento senza causa (P. BARCELLONA, *Note critiche in tema di rapporti tra negozio e giusta causa dell'attribuzione*, cit., p. 11 ss.; MOSCATI, *Indebito (Pagamento dell')*, in *Enc. dir.*, XXI, Milano, 1971, p. 94 ss.; ID., *Pagamento dell'indebitito*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1981, p. 308); e così quello della risoluzione e dei difetti del sinallagma funzionale; e, infine, il problema dell'astrazione negoziale (TRABUCCHI, *Arricchimento*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, p. 64 ss.; A. LENER, *«Expressio causae» e astrazione processuale. Note preliminari ad uno studio sistematico sull'astrazione*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, III, Napoli, 1972, p. 3 ss.; SCALISI, *Negozio astratto*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, p. 52 ss.; ora in *Il negozio giuridico tra scienza e diritto positivo*, Milano, 1998, p. 199 ss.).

¹¹ Sulla nozione di aspettativa si vedano, tra gli altri, NICOLÒ, *Aspettativa*, in *Enc. giur. Treccani*, I, Torino, 1988, p. 1; PELOSI, *Aspettativa di diritto*, in *Dig. Disc. Priv., sez. civ.*, I, Torino, 1987, p. 468. Sul problema IRTI, *La teoria delle vicende del rapporto giuridico (per una ristampa di un libro di M. Allara)*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, pp. 411 ss., spec. 417. sin d'ora si rinvia a.

PUGLIATTI, *Beni e cose in senso giuridico*, Milano, 1962, pp. 54 ss. 252 ss.; MAIORCA, *La cosa in senso giuridico. Contributo alla critica di un dogma*, Torino, 1937, p. 246; ID., *Il pegno di cosa futura e il pegno di cosa altrui*, Milano, 1938, p. 4 ss.; PINO, *Contributo alla teoria giuridica dei beni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, p. 825 ss.; per le diverse nozioni di *res futura* PERLINGIERI, *I negozi su cosa futura*, cit., p. 10 ss.; DEMOGUE, *Des droits éventuels et des hypothèses dans lesquels ils prennent naissance*, in *R.T.D.civ.*, 1905, p. 723 ss.; ID., *De la nature et des effets des droits éventuels*, *ivi*, 1906, p. 231.

Sul problema A. FALZEA, *Efficacia giuridica*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, p. 454 ss.; ID., *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941, p. 20 ss.; SCALISI, *Inefficacia*, cit., p. 349 ss.; VERDIER, *Les droits éventuels. Contribution à l'étude de la formation successive des droits*, Paris, 1954, p. 50 ss.

¹² Secondo l'art. 2447-*quinquies* c.c., qualora la deliberazione istitutiva del patrimonio separato non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare, la società risponde nei limiti del

Cartolarizzazioni di crediti deteriorati

Com'è noto, la legge 30 aprile 1999, n. 130 detta una disciplina generale in materia di cartolarizzazione dei crediti¹³, realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti¹⁴. Lo schema delle operazioni, che su un piano tecnico-finanziario si presenta analogo per qualsiasi categoria di attivo

patrimonio ad esso destinato purché gli atti compiuti in relazione allo specifico affare rechino espressa menzione del vincolo. Sembrerebbe, quindi, che la norma abbia carattere dispositivo e che la stessa società possa decidere se, e fino a che punto, limitare la propria responsabilità rispetto alle obbligazioni derivanti dall'affare. Qui emerge un forte margine di autonomia, che appare ancor più marcato nella figura di patrimoni di tipo b), sul punto ampiamente in CAPALDO *Autonomia privata e statuti di responsabilità patrimoniale. I finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, cit., p. 69 ss. Sul tema della tutela dei creditori nell'ambito dei patrimoni destinati della riforma del diritto societario cfr. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società, per azioni*, Milano, 2008.

¹³ Sulla cartolarizzazione dei crediti, l. 30 aprile 1999, n. 130, si vedano, tra gli altri, i contributi di AA.VV., *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di MORBIDELLI, Torino, 2002; SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 265 ss.; GABRIELE, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 512 ss., spec. 536; CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002; BESSONE, *Cartolarizzazione dei crediti. «Soggetti», disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza*, in *Dir. banca merc. Fin.*, 2003, p. 3 ss.; sul tema della traslazione del rischio realizzata all'interno delle operazioni di cartolarizzazione cfr. S. MACCARONE, *Gli strumenti di articolazione del patrimonio nell'esperienza bancaria*, in *Gli strumenti di articolazione del patrimonio*, cit., p. 77 ss.

¹⁴ Sul problema dei crediti futuri si veda l'ampio e approfondito studio di TROIANO, *La cessione di crediti futuri*, Padova, 1999, p. 205 ss. che offre molteplici spunti di teoria generale; SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 265 ss.; GABRIELE, *op. cit.*, pp. 512 ss., spec. 536; MACARIO, *Trasferimento del credito futuro ed efficacia verso i terzi: lo «stato dell'arte» (di giudicare)*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, p. 437 ss.; INZITARI, *Cessione strumentale dei crediti e finanziamento del fornitore quali funzioni assorbenti la causa di finanziamento e gestione del contratto di factoring*, in *Fall.*, 2001, p. 523 ss.; ID., *Cessione di crediti, mandato all'incasso e cessione di crediti in garanzia*, in *Il dif. fall. soc. comm.*, 2000, p. 1282 ss.; DOLMETTA- PORTALE, *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 76 ss.; LA PORTA, *La causa del trasferimento del credito, gli effetti preliminari e la disposizione del diritto futuro*, *ivi*, 1998, II, p. 709 ss. (in nota a Trib. Bari, 27 luglio 1996 e Trib. Bari, 6 novembre 1996); TORSSELLO, *I rapporti tra le parti del contratto di factoring tra disciplina uniforme e molteplicità delle fonti*, in *Contr. impr.*, 1999, p. 538 ss., spec. 581 ss.

patrimoniale, richiede che: i) le somme corrisposte dai debitori ceduti siano “*destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altre società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione*” (art. 1, 1° co. lett. b); ii) i crediti oggetto di cessione, a ulteriore tutela dei prenditori dei titoli, siano costituiti in patrimonio separato da quello della società veicolo e da quello di eventuali altre operazioni gestite dalla medesima veicolo e su di esso non siano ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti (art. 3, co. 2 l. 130/1999)¹⁵. La separazione patrimoniale opera, da un lato, come “segregazione” di singoli beni e diritti, con uno specifico vincolo di destinazione nel patrimonio della società veicolo; dall'altro, invece, come possibilità di realizzare limitazioni al principio dell'universalità della responsabilità patrimoniale *ex* art. 2740 c.c. separando, appunto, una serie di rapporti. Il patrimonio separato, avente ad oggetto il complesso dei crediti ceduti e destinato al servizio del prestito emesso, svolge: i) la funzione di creare un'apposita garanzia, diversa e distinta dal capitale sociale, per i prenditori dei titoli; ii) la funzione altresì di limitare la responsabilità della società cedente e di circoscrivere la responsabilità della società veicolo, rispetto ai prenditori dei titoli emessi per l'acquisto dei crediti.

I numerosi, successivi, interventi sulla materia hanno consentito di giovare di sempre maggiori opportunità finanziarie, ma non ne hanno mutato né la struttura, né la funzione delle operazioni¹⁶.

L'art. 7.1 della l. 130/1999 - fantasiosamente inserito tra l'art. 7 e l'art. 7-*bis*, in occasione della conversione con l. 96/2017 del d.l. 50/2017, (art. 60-*sexies*)- regola le operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati realizzate da banche e intermediari finanziari¹⁷; tra le principali novità sollecitano l'attenzione dell'interprete:

i) la possibilità per le società di cartolarizzazione, resesi cessionarie di crediti deteriorati, di concedere finanziamenti volti a migliorare le prospettive di recupero e a favorire il ritorno *in bonis* del debitore ceduto (art. 7.1 co. 2), purché la gestione (co. 7) - tanto dei crediti ceduti, che dei finanziamenti concessi - sia affidata a una banca o a un intermediario finanziario iscritto nell'albo dell'art. 106 del d.lgs. 385/1993¹⁸;

¹⁵ Ai sensi dei commi 2-*bis* e 2-*ter* - introdotti con l'art. 12, comma 1 del d.l. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito in l. 21 febbraio 2014, n. 9 e poi modificati dall'art. 22, co. 6, lett. c) del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 116 - l'inaffidabilità delle azioni è estesa ai conti delle società cessionarie o emittenti i titoli, dove vengono accreditate le somme corrisposte dai debitori ceduti o qualsiasi altra somma comunque di spettanza della società.

¹⁶ Si pensi per esempio all'art. 7-*bis* l. 130/1999 sulle obbligazioni bancarie garantite (cd. *Covered bond*), inserito con d.l. 35/2005; ai cd. *minibond* all'art. 1-*ter*, introdotto dall'art. 22, co. 6, lett. c) del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 116; al d.l. 18/2016, convertito in l. 37/2016 sulla concessione della garanzia dello Stato alle operazioni di cartolarizzazione di crediti in sofferenza (cd. *Gacs*)

¹⁷ Per uno studio comparativo sull'efficienza economica delle operazioni di cessione e di cartolarizzazione dei NPL cfr., da ultimo, BOLOGNESI-COMPAGNO-GALDIOLO-MIANI, *The Npl disposal problem: a comparison between sale and securitization*, in *Bancaria*, n. 2/2017, pp.40 e ss.

¹⁸ La concessione del finanziamento dovrà rispettare le condizioni fissate all'art. 1, comma 1-*ter* della legge e cioè che i prenditori siano banche o intermediari finanziari iscritti nell'albo *ex* art. 106 d.lgs. 385/1993, i titoli

ii) la configurabilità (art. 7.1, co. 3), sempre al medesimo fine, per le società di cartolarizzazione - che operino nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario, concordati con il soggetto cedente o di accordi stipulati ai sensi degli artt. 124, 160, 182-*bis* e 186-*bis* del R.D. 267/1942 o di altri accordi, o procedure di risanamento o di ristrutturazione analoghe – di concedere finanziamenti, che di acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente, al di fuori dell'applicazione degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.¹⁹. La regola strutturale (art. 3, co. 2 l. 130/1999), che pone al servizio della cartolarizzazione dei crediti ogni somma incassata in pagamento dai debitori ceduti - costituendola in un patrimonio separato, destinato al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione - si estende, com'è naturale, alle *somme in qualsiasi modo rivenienti da tali azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi*;

iii) la semplificazione (art. 7.1, co. 6)²⁰ del regime di pubblicità dettato per la cessione non in blocco di crediti deteriorati, al fine della produzione degli effetti *ex art.* 1264 c.c.²¹;

iv) la facoltà di costituire (art. 7.1, co. 4) una società veicolo che affianchi un'operazione di cartolarizzazione di crediti deteriorati, anche di *leasing* e che abbia come “*oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, i beni immobili e mobili*

siano destinati a investitori qualificati e la banca o l'intermediario finanziario trattienga un significativo interesse economico (cd. *retention*, allo stato non inferiore al 5%) nell'operazione, che sarà valutato sulla base delle disposizioni di attuazione della Banca d'Italia emanate con l'Aggiornamento del 8 marzo 2016 della Circolare 285/2013 “*Disposizioni di vigilanza per le banche*” e della Circolare 288/2016 “*Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*”

¹⁹ Nell'ipotesi in questione il comma 8 dell'art. 7.1, l. 130/1999 fissa in capo alla società di cartolarizzazione l'obbligo di individuare un soggetto, dotato di adeguata competenza e requisiti e autorizzazioni di legge, cui conferire compiti di gestione e amministrazione e potere di rappresentanza da esercitare nell'interesse dei prenditori dei titoli. Nel caso tale soggetto sia una banca, o un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'art. 106 d.lgs 385/1993, società di intermediazione mobiliare, o società di gestione del risparmio, si incaricherà anche di verificare la conformità alla legge e al prospetto informativo dell'attività e delle operazioni della società di cartolarizzazione.

²⁰ L'avviso di avvenuta cessione, *ex art.* 7.1, co. 6 l. 130/1999, dovrà essere iscritto nel registro delle imprese e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale e dovrà contenere “*l'indicazione del cedente, del cessionario, della data della cessione, delle informazioni orientative sulla tipologia di rapporti da cui i crediti ceduti derivano e sul periodo in cui tali rapporti sono sorti o sorgeranno, nonché del sito internet in cui il cedente e il cessionario renderanno disponibili, fino alla loro estinzione, i dati indicativi dei crediti ceduti e la conferma della avvenuta cessione ai debitori ceduti che ne faranno richiesta. Dalla data di pubblicazione della notizia dell'avvenuta cessione nella Gazzetta Ufficiale, nei confronti dei debitori ceduti si producono gli effetti indicati all'articolo 1264 del codice civile e i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente, nonché le trascrizioni nei pubblici registri degli atti di acquisto dei beni oggetto di locazione finanziaria compresi nella cessione conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario, senza necessità di alcuna formalità o annotazione. Restano altresì applicabili le discipline speciali, anche di carattere processuale, previste per i crediti ceduti.*”

²¹ In generale, sul sistema di pubblicità delineato dall'art. 58 d.lgs. 385/1993 VATTERMOLI, *Commento sub art.* 58, in PORZIO- BELLÌ-LOSAPPIO-RISPOLI FARINA-SANTORO, *Testo Unico Bancario, Commentario*, Milano, 2010, pp. 518 ss.; CAPALDO, *Regimi di pubblicità e ricchezza mobiliare*, in MARICONDA, VERDE, TRAPANI, CAPALDO, ATLANTE, *Le Pubblicità*, Napoli, 2009, p. 315 ss.

Per una ricostruzione dogmatica del concetto di conoscenza in senso psicologico e in senso legale cfr. autorevolmente G. BENEDETTI, *La funzione partecipativa*, cit., p. 107 ss. e L. BARASSI, *La notificazione necessaria nelle dichiarazioni stragiudiziali*, Roma - Milano - Napoli, 1906; F. CARRESI, *I fatti spirituali nella vita del diritto*, in *Riv. trim.*, 1956, p. 419; S. PUGLIATTI, *Conoscenza*, in *Enc. dir.*, IX, Milano 1961, p. 45 ss.

registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti". Anche in questo caso il legislatore, costituisce in patrimonio separato *"le somme in qualsiasi modo rivenienti dalla detenzione, gestione o dismissione di tali beni e diritti, dovute dalla società veicolo alla società di cartolarizzazione"*, in quanto le assimila a tutti gli effetti ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti.

v) nel caso di un'operazione di cartolarizzazione di NPL di *leasing*, ove la cessione riguardi non solo i beni oggetto di locazione finanziaria, ma anche i relativi contratti, o i rapporti giuridici derivanti dalla risoluzione di tali contratti di locazione finanziaria, l'art. 7.1 co. 5 fissa alcuni requisiti per la società veicolo²². In questi casi, infatti, la società veicolo per così dire di "garanzia" deve: a) essere consolidata nel bilancio di una banca, anche se non facente parte di un gruppo bancario; b) essere costituita per ogni singola operazione di cartolarizzazione; c) liquidata una volta conclusa l'operazione. La norma dispone, altresì, che ogni limitazione dell'oggetto sociale, delle possibilità operative e della capacità di indebitamento debba risultare dalla disciplina contrattuale e statutaria²³.

3. La società veicolo "di garanzia" nella cartolarizzazione dei crediti di *leasing*

La novella sulla cartolarizzazione dei NPL di *leasing* introduce, quindi, all'art. 7.1, co. 4, la possibilità di costituire una società veicolo con le seguenti caratteristiche: i) forma della società di capitali; ii) oggetto esclusivo di gestione, valorizzazione e acquisizione di *beni mobili registrati, beni immobili, o altri beni o diritti* comunque posti a *garanzia dei crediti* oggetto di cartolarizzazione, *ivi compresi i beni, oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti*; iii) perseguimento dell'oggetto sociale - cioè la gestione di questi beni - nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione; pertanto, le somme, che in qualsiasi modo dovessero derivarne sono destinate, in quanto assimilate ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti, in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione.

In sostanza, quindi, nella cartolarizzazione *ex art. 7.1, co. 4* sono attive due società veicolo: una prima società veicolo, SPV1, la quale acquista il pacchetto dei crediti attraverso l'emissione di titoli sul

²² Deve segnalarsi che in sede di legge di bilancio 2018 era stato presentato, poi espunto, un progetto di riforma di alcuni aspetti di questa disciplina, tra i quali, la possibilità di consolidare la società veicolo anche nel bilancio di altro intermediario finanziario (e non necessariamente di una banca), di cedere immobili viziati da irregolarità urbanistiche e catastali.

²³ Il co. 5 prevede altresì che *"gli adempimenti derivanti dai contratti e rapporti di locazione finanziaria ceduti ai sensi del presente articolo sono eseguiti dal soggetto che presta i servizi indicati nell'articolo 2, comma 3, lettera c), ovvero da un soggetto abilitato all'esercizio dell'attività di locazione finanziaria individuato ai sensi del comma 8 del presente articolo. Le disposizioni in materia fiscale applicabili alle società che esercitano attività di locazione finanziaria si applicano integralmente alla società veicolo cessionaria dei contratti e rapporti di locazione finanziaria e dei beni derivanti da tale attività. Alle cessioni di immobili effettuate dalla medesima società si applicano integralmente le agevolazioni originariamente previste dall'articolo 35, comma 10-ter.1, del decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248."*

mercato (o attraverso un finanziamento); una seconda società veicolo, SPV2, la quale ha per oggetto la gestione dei collateral e che è tenuta a destinare qualsiasi tipo di somma, derivante dalla valorizzazione dei beni, al servizio della cartolarizzazione di SPV1.

Questa materia è un osservatorio privilegiato per valutare come il legislatore modella e plasma le diverse forme di separazione patrimoniale. Nello “schema base” di cartolarizzazione ricorre ad un nuovo soggetto – la SPV1– e all’interno del suo patrimonio, costituisce un patrimonio separato, cui conferisce i crediti oggetto di cessione. La funzione di questa fattispecie di segregazione è, certamente, come si è già richiamato, quella di limitare la responsabilità patrimoniale, ma anche di costituire una forma di garanzia rappresentata dai *cash flows* derivanti dai crediti la cui valutazione finanziaria diviene, pertanto, elemento essenziale della fattispecie complessa di cartolarizzazione²⁴. Già in questa prospettiva emerge che la limitazione della responsabilità non costituisce la finalità tipica della separazione patrimoniale, ma, soltanto, lo strumento per la realizzazione di un’ulteriore finalità: l’equilibrio, l’efficienza e la garanzia di complesse operazioni finanziarie. Nello schema dell’art. 7.1, co. 4, la norma descrive una seconda società veicolo, nella quale da un lato si conferiscono un complesso di attivi in garanzia, dall’altro si destinano tutti i flussi, in qualsiasi modo rivenienti dalla gestione o dismissione di questi beni o diritti, al servizio di un’operazione di cartolarizzazione realizzata da un’altra società veicolo – la SPV1– a cui questa è solo accessoria. Quindi, l’ordinamento ricorre ad un nuovo soggetto di diritto anche per acquistare, valorizzare, gestire i beni e i diritti in garanzia, separandoli in via definitiva dal patrimonio del cedente, ma creando un vincolo di accessorialità e di destinazione delle somme eventualmente ricavate, rispetto a quelle da corrispondere (da parte della prima società veicolo SPV1) ai prenditori dei titoli.

Nella prassi recente, sono state realizzate cartolarizzazioni di *NPL* di *leasing* attraverso la costituzione – in luogo di una società veicolo di “garanzia” – di un patrimonio destinato ex art. 2447-bis c.c. di tipo a) cui conferire il complesso di beni e diritti costituiti o concessi in garanzia. In sostanza, anche nel complesso sistema normativo della finanza strutturata, l’autonomia privata ha potuto realizzare effetti sostanzialmente equivalenti a quelli della creazione di un soggetto di diritto, come poi previsto dalla norma introdotta all’art. 7.1, co. 4 l. 130/1999. E’ chiaro che tra le due soluzioni –

²⁴ Per il tema dei beni e diritti futuri si veda, PUGLIATTI, *Beni e cose in senso giuridico*, Milano, 1962, pp. 54 ss. 252 ss.; MAIORCA, *La cosa in senso giuridico. Contributo alla critica di un dogma*, Torino, 1937, p. 246; ID., *Il pegno di cosa futura e il pegno di cosa altrui*, Milano, 1938, p. 4 ss.; PINO, *Contributo alla teoria giuridica dei beni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, p. 825 ss.; per le diverse nozioni di *res futura* PERLINGIERI, *I negozi su cosa futura*, cit., p. 10 ss.; DEMOGUE, *Des droits éventuels et des hypothèses dans lesquels ils prennent naissance*, in *R.T.D.civ.*, 1905, p. 723 ss.; ID., *De la nature et des effets des droits éventuels*, *ivi*, 1906, p. 231. Per una prospettiva di teoria generale, A. FALZEA, *Efficacia giuridica*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, p. 454 ss.; ID., *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941, p. 20 ss.; SCALISI, *Inefficacia*, cit., p. 349 ss.; VERDIER, *Les droits éventuels. Contribution à l'étude de la formation successive des droits*, Paris, 1954, p. 50 ss. Sulla nozione di aspettativa si vedano, tra gli altri, NICOLÒ, *Aspettativa*, in *Enc. giur. Treccani*, I, Torino, 1988, p. 1; PELOSI, *Aspettativa di diritto*, in *Dig. Disc. Priv., sez. civ.*, I, Torino, 1987, p. 468. Sul problema IRTI, *La teoria delle vicende del rapporto giuridico (per una ristampa di un libro di M. Allara)*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, pp. 411 ss., spec. 417.

patrimonio destinato, società veicolo – ricorrono diversità di trattamento fiscale, contabile, regolamentare; ma soprattutto la “forza” della garanzia. In un momento economico di crisi del mercato del credito, la possibilità di costituire una società veicolo – dotata di un regime chiaro e definito, in una parola “tipica” - accessoria ad un’operazione di cartolarizzazione di *NPL* rende certamente probabilmente più attrattiva – rispetto ad una figura di patrimonio *ex art. 2447-bis* lett. a) - per il mercato l’emissione dei titoli cartolarizzati. La differenza risiede nella certezza delle regole: del regime giuridico del veicolo; della responsabilità patrimoniale; della valutazione del contegno dei privati nella scelta tra i modelli possibili per realizzare il medesimo fine.

Le Gacs: Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze

DL. 12 febbraio 2016, convertito in legge 8 aprile 2016, n. 49, disciplina la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze.

Il D.m. MEF 3 agosto 2016: introduce una serie di disposizioni relative alla struttura dell’operazione, alle caratteristiche dei titoli senior, all’ordine di priorità dei pagamenti, all’ammissibilità delle operazioni alla garanzia, al contenuto dell’istanza di concessione della garanzia e procedura istruttoria, alle cause di inefficacia. In particolare:

- l’art. 2 quanto alla struttura dell’operazione specifica che il valore dei crediti oggetto di cessione sono trasferiti alla Società di cartolarizzazione cessionaria per un importo aggregato non superiore al valore lordo aggregato, al netto delle rettifiche e comprensivo di eventuali incassi rinvenienti dagli stessi crediti e di competenza della Società di cartolarizzazione, percepiti dalla Cedente tra la data di definizione del valore contabile e la data di trasferimento, come attestato dalla Cedente sulla base delle scritture contabili.

Viene previsto inoltre che i crediti oggetto di cartolarizzazione sono classificati e segnalati in sofferenza in data antecedente alla cessione alla Società di cartolarizzazione.

- L’art. 3 “*Titoli senior*”, in conformità all’art. 2, precisa che una classe deve considerarsi non subordinata ad un’altra classe della stessa emissione se, conformemente all’ordine di priorità di pagamento indicata nel regolamento dei titoli e applicabile dopo l’avvio di azione esecutiva - nella forma “post enforcement priority” o “post acceleration priority” se a seguito di messa in mora -, nessun altra classe riceva pagamenti per capitale e interessi in via prioritaria rispetto ad essa. ^[1]_[SEP]
- L’art. 4 “Ordine di priorità dei pagamenti”, con riferimento ai pagamenti indicati nell’ordine di priorità, specifica che verranno effettuati mediante l’utilizzo delle somme provenienti dai flussi

di cassa ^[1]_{SEP}

realizzati a fronte dell'attività di recupero dei crediti oggetto di cessione, fermo restando che dall'applicazione di quanto previsto nel regolamento dei titoli e nei contratti dell'operazione, non devono risultare pagamenti sovraordinati ai Titoli Senior diversi da quelli previsti dall'art.7 del Decreto Legge.

- L'art. 5 "Ammissibilità dell'operazione alla garanzia" disciplina i requisiti di ammissione. Essi prevedono, da un lato, che il mancato pagamento di un importo dovuto a titolo di interessi sui Titoli Senior e la conseguente escussione della garanzia non comportano la decadenza dal beneficio del termine della Società di Cartolarizzazione e, dall'altro, che restano vincolate ad espresso consenso del MEF:

1. le modifiche dell'importo nominale o del capitale dei Titoli Senior; ^[1]_{SEP}
2. l'incremento del tasso di interesse applicato ai Titoli Senior o, nel caso in cui sia sovraordinato ^[1]_{SEP}rispetto al pagamento del capitale dei Titoli Senior, ai Titoli Mezzanine (se emessi); ^[1]_{SEP}
3. le modifiche della scadenza dei Titoli Senior; ^[1]_{SEP}
4. le modifiche dei trigger events che attribuiscono ai detentori dei Titoli il diritto di dichiarare la ^[1]_{SEP}decadenza della Società di Cartolarizzazione dal beneficio del termine o di applicare la priorità di ^[1]_{SEP}pagamento derivante da una messa in mora (post acceleration e post enforcement priority); ^[1]_{SEP}
5. le modifiche del regolamento dei titoli o dei contratti dell'operazione nell'ipotesi di escussione ^[1]_{SEP}prevista dall'art.11 del Decreto Legge. ^[1]_{SEP}
 - un prospetto dei flussi di cassa futuri compresi quelli relativi ai contratti di copertura finanziaria; ^[1]_{SEP}
 - le commissioni dovute alla società di Servicing; ^[1]_{SEP}
 - le modalità di pagamento degli interessi; ^[1]_{SEP}
 - il corrispettivo della garanzia; ^[1]_{SEP}
 - ogni altro costo dell'operazione di cartolarizzazione; ^[1]_{SEP}

In merito al rating sui Titoli Senior da parte di un'agenzia esterna di valutazione del merito di credito (ECAI) richiesto dall'art. 5 del Decreto Legge, l'ulteriore requisito di ammissibilità previsto dal DM riguarda la condivisione con l'agenzia di rating incaricata di precise informazioni

- L'Art. 7 "Istanza di concessione della garanzia e procedura istruttoria" dispone, con riguardo all'emissione dei Titoli, che ai fini della concessione della GACS questi dovranno essere emessi in almeno due classi diverse, Senior e Junior, ed ove opportuno, Mezzanine, in ragione del grado di subordinazione.

In particolare, si evidenzia, ai fini dell'ammissibilità, che la Società Cedente deve assicurare al Soggetto Indipendente di cui all'art. 3, comma 3 del Decreto Legge, l'accesso a tutte le informazioni necessarie alla verifica della conformità del rilascio della garanzia.

Riguardo la procedura di accesso alla garanzia, vengono specificati la modalità ed i contenuti dell'istanza da inoltrare al MEF. Questa deve essere redatta utilizzando a pena di inammissibilità il modello scaricabile dal sito internet del Ministero stesso o del gestore, ed inviata a mezzo PEC correlata di una serie di documenti descritti, tra i quali:

1. il prospetto informativo dell'operazione di cartolarizzazione e i codici ISIN dei Titoli Senior oggetto di garanzia; ^[L]_[SEP]
2. i documenti attestanti il rilascio del rating; ^[L]_[SEP]
3. la quantificazione del costo della garanzia; ^[L]_[SEP]
4. una lettera di impegno sottoscritta dal legale rappresentante della Cedente i crediti a trasmettere ^[L]_[SEP]tempestivamente la documentazione attestante il trasferimento dei titoli Junior e, se emessi, Mezzanine, onde consentire la derecognition dal bilancio dei crediti oggetto della cartolarizzazione. ^[L]_[SEP]

Tale ultimo punto costituisce uno dei principali punti di attenzione per Banche e Intermediari Finanziari: l'efficacia della garanzia è subordinata alla cessione a titolo oneroso di almeno il 50% + 1 dei Titoli Junior, e in ogni caso di un ammontare dei Titoli Junior o, se emessi, Mezzanine, al fine di consentire la derecognition dal bilancio sulla base dei principi contabili di riferimento al tempo

dell'operazione (art 8, comma 1 del Decreto Legge).^[L]_[SEP]Tale meccanismo viene ulteriormente precisato nel DM, ove si evidenzia al comma 4, che l'efficacia della garanzia dello Stato è sospensivamente condizionata alla *derecognition* sopra descritta. Qualora infatti il trasferimento dei crediti, nella misura indicata, non avvenga entro 12 mesi dall'adozione del decreto di concessione della garanzia statale, la Cedente dovrà considerarsi decaduta dall'ammissione del beneficio, con conseguente onere di nuova presentazione dell'istanza.

- L'art. 8 "Inefficacia della garanzia" descrive la cause (tassative) di inefficacia della garanzia operanti nel caso in cui, (a) la decisione della Società di Cartolarizzazione o dei portatori dei Titoli di revocare l'incarico del soggetto incaricato della riscossione dei crediti (Servicer) abbia determinato un peggioramento del rating del Titolo Senior e (b), siano stati modificati il regolamento dei titoli o gli altri

contratti dell'operazione in difformità con quanto previsto dalla normativa primaria e dal DM.