

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

**DOTTORATO DI RICERCA IN  
SCIENZE GIURIDICHE**

Ciclo XXXIII°

**Settore Concorsuale:** 12/B1 Diritto commerciale

**Settore Scientifico Disciplinare:** IUS/04 Diritto commerciale

**Le cartolarizzazioni nel nuovo mercato europeo dei  
capitali.**

**Dalla crisi finanziaria al Reg. (UE) n. 2402/2017**

Presentata da: **Michele Rossi**

**Coordinatore Dottorato**

**Prof. Renzo Orlandi**

**Supervisore**

**Prof. Francesco Vella**



## SOMMARIO

### INTRODUZIONE

Il perimetro e gli scopi dell'indagine.....	1
---	---

### CAPITOLO I

#### LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE: UN'INTRODUZIONE

I. Cartolarizzare: le diverse prospettive definitorie .....	10
II. Le determinanti nelle operazioni di cartolarizzazione .....	14
III. Tassonomia e polimorfismo: un tentativo classificatorio .....	17
IV. L'architettura di un'operazione di cartolarizzazione c.d. tradizionale.....	26
IV.1 L'originator e gli attivi "cartolarizzabili" .....	27
IV.2 Lo <i>special purpose vehicle</i> e la separazione patrimoniale .....	32
IV.3 <i>Asset backed securities</i> e loro natura .....	37
IV.4 Gli investitori .....	41
IV.5 Gli altri soggetti c.d. secondari .....	42
V. La cartolarizzazione in una prospettiva dinamica .....	46

### CAPITOLO II

#### LA CRISI FINANZIARIA E IL RUOLO DELLE CARTOLARIZZAZIONI

I. Le cause profonde della crisi finanziaria .....	61
II. L'innescò: <i>securitisations</i> e crisi .....	65
III. E' «colpa» delle regole? .....	67
III.1 Deterioramento della qualità degli attivi cartolarizzati e modello O.T.D. ....	68
III.2 Attivi cartolarizzati in condizioni di particolare "sensibilità" a fattori esogeni.....	70
III.3 Asimmetrie informative: un market for "lemons" problem .....	71
III.4 Trasparenza nella valutazione e ruolo delle agenzie di rating .....	73
III.5 Trasparenza nei mercati secondari e trasparenza post trading .....	75
III.6 Trasparenza nella distribuzione dei rischi .....	76

**CAPITOLO III**  
**LE PREMESSE DI UN'AGENDA RIFORMATRICE E LINEE DI POLITICA LEGISLATIVA**

I. Dal <i>Financial Stability Forum</i> ai G20 del 2008 e 2009 .....	80
II. I lavori dell' <i>International Organization of Securities Commissions</i> (IOSCO).....	82
III. Le traiettorie del nuovo framework normativo: <i>risk retention</i> , trasparenza e <i>due diligence</i> .....	85
III.1 <i>Risk retention rule</i> e scelte in fase di implementazione.....	86
III.2 Le diverse “dimensioni” della trasparenza.....	90
III.2.1 Un regime di trasparenza ad hoc per le a.b.s. ....	91
III.2.2. Trasparenza nei mercati secondari: focus su <i>post-trade transparency system</i> .....	97
III.3 Le pratiche di due diligence: un quadro (troppo) eterogeneo .....	100
IV. Criteri per una cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata.....	103
V. Le cartolarizzazioni nell'agenda della <i>Capital Markets Union</i> .....	110

**CAPITOLO IV**  
**IL NUOVO FRAMEWORK NORMATIVO EUROPEO**

I. Premesse sistematiche al Reg. (UE) n. 2402/2017 .....	119
II. Oggetto, ambito di applicazione e cornice definitoria .....	120
III. Il quadro delle disposizioni comuni .....	129
IV. Riallineare gli interessi e governare il modello OTD .....	132
IV.1 Obblighi in fase di concessione dei crediti e di selezione degli attivi .....	133
IV.2 La (nuova) <i>risk retention rule</i> .....	137
V. Trasparenza dei prodotti e trasparenza del mercato .....	149
V.1 Obblighi di trasparenza .....	150
V.2 I repertori di dati sulle cartolarizzazioni .....	156
V.3 Divieto di ricartolarizzazione .....	159
VI. Obblighi di dovuta diligenza .....	160
VII. La vendita dei prodotti cartolarizzati al cliente <i>retail</i> .....	164

**CAPITOLO V**  
**IL QUADRO SPECIFICO RELATIVO ALLE CARTOLARIZZAZIONI «SEMPLICI, TRASPARENTI E  
STANDARDIZZATE»**

<b>I. Le condizioni generali per usufruire della denominazione “s.t.s.” .....</b>	<b>169</b>
<b>II. Requisiti per le cartolarizzazioni non a.b.c.p. ....</b>	<b>171</b>
<b>II.1 Requisiti di semplicità .....</b>	<b>172</b>
<b>II.2 Requisiti di standardizzazione .....</b>	<b>182</b>
<b>II.3 Requisiti di trasparenza .....</b>	<b>188</b>
<b>III. Requisiti per le cartolarizzazioni a.b.c.p. ....</b>	<b>192</b>
<b>IV. Il sistema di certificazione della conformità e notifica all’ESMA .....</b>	<b>195</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>200</b>
<b>Riferimenti bibliografici .....</b>	<b>211</b>



## INTRODUZIONE

### IL PERIMETRO E GLI SCOPI DELL'INDAGINE

Fra le espressioni, i termini e i concetti che, quasi a comporre una metonimia, vengono associati con maggiore frequenza alla crisi finanziaria che, poco più di un decennio fa, ha sconvolto l'economia globale, v'è – senza dubbio – quello di cartolarizzazione (o, nella sua versione anglofona, *securitisation*).

La ragione di questa associazione semantica pare potersi ricondurre all'interpretazione dominante – e certamente semplificatoria – delle cause della crisi stessa, per come essa è stata largamente offerta al dibattito pubblico.

Secondo la lettura più ricorrente, la crisi finanziaria sarebbe stata infatti la conseguenza inevitabile di uno sviluppo incontrollato e non regolamentato di un particolare segmento dei mercati finanziari, quello dei prodotti cartolarizzati, dell'opacità e della complessità degli strumenti “creati” e scambiati in (e attraverso di) esso, che non hanno permesso agli intermediari finanziari, in primo luogo, e agli (inconsapevoli) investitori *retail*, in un momento successivo, di valutare correttamente la qualità e i rischi dei prodotti cartolarizzati.

La relazione intrinseca fra cartolarizzazioni e *OTD model*, da una parte, e crisi finanziaria, dall'altra, ha impegnato, e impegna tutt'ora, la dottrina economica e giuridica in un ampio dibattito che, in buona sostanza, poggia su un interrogativo di fondo comune, ovvero se le «*evoluzioni, anche patologiche* [delle operazioni di finanza strutturata] *possano in qualche misura ritenersi intrinseche al modello di cartolarizzazione: in altri termini, se esse siano in qualche modo contenibili attraverso una più accentuata regolamentazione, senza al contempo comportarne il*

*sostanziale abbandono: dunque, se esistano alternative ad una generalizzata, e sotto certi aspetti eccessiva, rinuncia alle opportunità offerte dall'innovazione finanziaria»<sup>1</sup>.*

A ben vedere, però, almeno nelle sue premesse più generali, la risposta è apparsa piuttosto unanime. Sebbene, infatti, l'operatività della tecnica finanziaria in parola sia risultata così strettamente connessa ai meccanismi degenerativi che hanno investito le istituzioni finanziarie e, ancora, sebbene tale fatto, di per sé solo, potesse suggerire la sua *messa al bando* – perlomeno delle sue varianti c.d. sintetiche – il trattamento che i Legislatori e i *regulators* hanno riservato alla *securitisation* è stato interamente proteso ad un suo pieno “rilancio” attraverso l'avvio di processi di riforma coordinati a livello internazionale.

Di questo indirizzo di *policy* sono testimoni molteplici dibattiti raccolti in altrettanti contributi. A livello internazionale, si ricordano il Rapporto dell'allora *Financial Stability Forum* (FSF), *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari* (della primavera del 2008), il Rapporto *Financial Reform. A framework for Financial Stability*, del Gruppo dei 30 (del Gennaio 2009) e i diversi contributi rilasciati dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), a partire dal *Report on the subprime crisis* (del maggio 2008). Un contributo particolarmente rilevante e ulteriore è stato quello offerto a livello europeo, ove si ricordano il Rapporto del Gruppo de Larosière (del Febbraio 2009) e, soprattutto, il Libro verde della Commissione europea, *Costruire un'unione dei mercati di capitali* (del Febbraio 2015), dai quali ha preso avvio il processo legislativo che ha condotto all'approvazione dei due recenti regolamenti europei in materia di cartolarizzazione.

Da tutto ciò è emerso un dato che può dirsi definitivamente acquisito: l'attuale conformazione e segmentazione dei mercati finanziari e, più in particolare, le tradizionali strutture di intermediazione creditizia (siano

---

<sup>1</sup> M. MIOLA, *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari*, in «*Orizzonti del diritto commerciale*», 2009, p. 6.



esse regionali o internazionali) non possono prescindere da un corretto ed efficiente funzionamento del circuito delle cartolarizzazioni, vale a dire di un sistema – a cavallo fra il comparto bancario e quello dei mercati finanziari<sup>2</sup> – che possa assicurare che sul mercato siano offerti agli investitori prodotti liquidi, trasparenti e di alta qualità e, al contempo, che le istituzioni finanziarie, *in primis* gli enti creditizi, possano continuare a finanziarsi anche attraverso lo smobilizzo di *asset* tendenzialmente illiquidi.

Perché questo obiettivo possa essere perseguito e raggiunto è necessario prendere atto dei fallimenti di mercato osservati attraverso la crisi finanziaria di inizio Secolo, indirizzando gli sforzi nella prospettiva di una rifondazione, su basi normative nuove, dell'intero comparto. E ciò in quanto, come ha ben sottolineato un'Autrice, «*il futuro della cartolarizzazione è inevitabilmente legato alla sua [buona] regolamentazione*»<sup>3</sup>.

In questo contesto, il nuovo Reg. (UE) n. 2402/2017 stabilisce, fra l'altro, un «*quadro generale per la cartolarizzazione*» e «*instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate*», in vigore dal 1° Gennaio 2019, e oggetto specifico di analisi del presente elaborato, rappresenta il *banco di prova* più utile, almeno a livello europeo, per testare gli sforzi che, ad oltre un decennio dalla crisi, i *regulators* hanno profuso con l'obiettivo di creare le premesse per lo sviluppo di un nuovo mercato delle cartolarizzazioni ben regolamentato e in grado di operare in maniera efficiente. Obiettivo, quest'ultimo

---

<sup>2</sup> Uno "spazio" da intendere oramai come un nuovo e autonomo comparto dei mercati finanziari che svolge una funzione diversa sia rispetto al tradizionale sistema bancario (intermediazione creditizia indiretta) sia rispetto al sistema fondato sui mercati di capitali (intermediazione creditizia diretta) e che, anche sul piano dell'analisi (e dello studio) dei mercati finanziari, impone un profondo mutamento sul piano metodologico e contenutistico; cfr. J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J. N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principles of financial regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 4.

<sup>3</sup> F. BATTAGLIA, *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, Milano, Franco Angeli, 2013, p. 78.

perseguito anche attraverso la revisione del Reg. (UE) n. 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per enti creditizi e imprese di investimento, attraverso il Reg. (UE) n. 2401/2017, che invece esula dalla presente trattazione.

Il tentativo finale di offrire, attraverso questo lavoro, alcune prime valutazioni intorno alla nuova regolamentazione europea, in attesa delle più chiare evidenze che deriveranno dal recepimento, dall'applicazione e dall'implementazione della stessa da parte dell'industria finanziaria negli anni a venire, poggia innanzitutto su due quesiti di ricerca preliminari.

Il primo si riflette in una domanda di impostazione generale, ovvero se il Legislatore europeo abbia (o meno) correttamente individuato l'area del proprio intervento regolamentare. Partendo dai contributi della dottrina economica (soprattutto di derivazione anglo-americana) tenterò di sintetizzare gli aspetti maggiormente critici del mercato delle cartolarizzazioni pre-crisi e, quindi, di far emergere le diverse aree di fallimento di mercato indicate dalla dottrina economica e intorno alle quali i *regulators* sono stati poi chiamati ad intervenire.

A ciò è dedicato l'intero Capitolo II.

Questa preliminare ricerca di ordine largamente ricognitivo è, dunque, strettamente funzionale a valutare, in primo luogo, se sussistano delle aree di potenziale intervento regolamentare ancora "scoperte" ovvero se, almeno *sulla carta*, il nuovo *framework* normativo "copra" i principali fallimenti di mercato.

La seconda domanda di ricerca riflette, invece, l'esigenza di valutare se, e in che misura, il nuovo Regolamento sia "allineato" agli indirizzi di *policy* che – soprattutto in ambito internazionale, e ad opera degli *standard setters* – sono state immaginate e dibattute per essere infine offerte ai Legislatori di qualsiasi latitudine, nazionali e regionali (come nel caso europeo), e all'industria finanziaria. A questo proposito e a tal fine, si tratta di richiamare, per quanto possibile, una produzione

sterminata di contributi, taluni ad elevato contenuto tecnico, intorno ai quali, tuttavia, sembrano aver discusso più gli operatori finanziari che i Parlamenti.

Tale ricerca rappresenta, in particolare, il necessario presupposto per poter effettuare almeno tre ordini di valutazioni sul rapporto fra il nuovo Reg. (UE) n. 2402/2017 e gli indirizzi internazionali di settore, ovvero: *i)* se il Legislatore europeo nella scelta del (nuovo) *set* regolatorio si sia allineato agli *standard* internazionali di regolamentazione ovvero abbia assunto una prospettiva diversa e autonoma; *ii)* se, in caso allineamento, gli strumenti regolamentari adottati siano stati tradotti in atti di *hard law* o *soft law*, con ciò manifestando anche il reale grado di adesione alle linee di *policy* internazionali; *iii)* se eventualmente nell'implementazione degli *standard* di regolamentazione internazionale, il Legislatore europeo abbia assunto anche iniziative ulteriori che, quindi, possano rappresentare nuovi stimoli per il dibattito internazionale ovvero si sia limitato a recepire quanto proposto dagli *standard setters*.

A ciò sarà dedicato il Capitolo III.

La terza domanda di ricerca, infine, presuppone una valutazione complessiva sull'assetto regolamentare che emerge dal Reg. (UE) n. 2402/2017 – anche a seguito del rilascio da parte della Commissione Europea della normativa secondaria che, in più punti e in diverse occasioni, ha tardato ad essere adottata, con conseguente rinvio dell'applicazione delle nuove norme – ed è orientata ad intercettare eventuali mancanze sul piano normativo, problemi interpretativi ed aporie sistemiche.

Questo tipo di indagine – dopo aver richiamato i principali aspetti strutturali di un'operazione di cartolarizzazione (Capitolo I) – muove principalmente dall'analisi e dal commento del nuovo impianto regolamentare e, dunque, con riferimento al «*quadro generale per la cartolarizzazione*», alle norme relative, fra gli altri, agli obblighi di

dovuta diligenza, di mantenimento del rischio e di trasparenza (a cui è dedicato l'intero Capitolo IV), mentre, con riguardo al «*quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate*», alle norme che regolano le condizioni affinché alcune operazioni possano vantare tale "etichetta" sul mercato dei capitali (a cui è dedicato l'intero Capitolo V).

Restano, invece, escluse dal presente campo di indagine le operazioni di emissione di obbligazioni bancarie garantite (o.b.g.) che, come peraltro dimostra chiaramente la scelta operata dal Legislatore italiano – ovvero quella di tessere il quadro normativo di riferimento delle stesse entro la l. 30 aprile 1999, n. 130<sup>4</sup> – non mancano di forti elementi di intersezione con le operazioni di cartolarizzazione. Tuttavia, a differenza del Legislatore domestico, quello europeo ha evitato qualsiasi "commistione" regolamentare, prevedendo un quadro fortemente armonizzato per le operazioni di cartolarizzazione (a partire dal citato Reg. (UE) n. 2042/2017) e un distinto progetto legislativo per le o.b.g. europee<sup>5</sup>, tradotto nella Direttiva 2019/2162/UE (c.d. dir. OBG) e nel il Reg. (UE) n. 2160/2019 che modifica, a sua volta, il Reg. (UE) n. 575/2013.

---

<sup>4</sup> V., in particolare, artt. 7 *bis*-7 *ter*, l. 30 aprile 1999, n. 30, introdotti con d.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito con modificazioni dalla l. 14 maggio 2005, n. 80. Il quadro regolamentare interno è completato dal D.M. MEF 14 dicembre 2006, n. 310, decr. CICR 12 aprile 2007 e dalle Disposizioni di Vigilanza di Banca d'Italia, Circolare 17 dicembre 2013, n. 285, Parte III, Cap. 3.

<sup>5</sup> Entrambi gli interventi, in ogni caso, rientrano nel più ampio progetto riformatore della *Capital Markets Union*, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, 30 settembre 2015, pp. 24-25.

## CAPITOLO I

### LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE: UN'INTRODUZIONE

*«If there is one asset that defines capitalism, it is debt – not any debt, but debt that can be easily transferred from one investor to another, and preferably debt that is convertible into state money at any time on the behest of its holders, the creditors»*

K. PISTOR

*The code of capital, 2019*

**SOMMARIO:** **I.** CARTOLARIZZARE: LE DIVERSE PROSPETTIVE DEFINITORIE; **II.** LE DETERMINANTI NELLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE; **III.** TASSONOMIA E POLIMORFISMO: UN TENTATIVO CLASSIFICATORIO; **IV.** L'ARCHITETTURA DI UN'OPERAZIONE DI CARTOLARIZZAZIONE C.D. TRADIZIONALE; **IV.1** L'ORIGINATOR E GLI ATTIVI "CARTOLARIZZABILI"; **IV.2** LO SPECIAL PURPOSE VEHICLE (S.P.V.) E LA SEPARAZIONE PATRIMONIALE; **IV.3** ASSET BACKED SECURITIES (A.B.S.) E LORO NATURA; **IV.4** GLI INVESTITORI; **IV.5** GLI ALTRI SOGGETTI C.D. SECONDARI; **V.** LA CARTOLARIZZAZIONE IN UNA PROSPETTIVA DINAMICA.

\*\*\*

Scopo del presente Capitolo è quello di delineare – almeno nei suoi tratti essenziali – i caratteri principali della tecnica della cartolarizzazione, ovvero l'operazione finanziaria che, in buona sostanza, realizza la "trasformazione" di un circoscritto insieme di *asset* illiquidi (*asset poll*) in strumenti finanziari negoziabili e, quindi, tendenzialmente liquidi.

All'evoluzione di tale tecnica si è soliti, da una parte, ricondurre la genesi della moderna finanza strutturata – il segmento dei mercati finanziari ove l'incessante dispiegarsi della "forza creatrice" degli odierni *masters*

*of the code*<sup>6</sup> ha dato maggiore prova di sé – e, dall'altra, riconnettere lo sviluppo del paradigma socio-economico affermatosi a partire dagli anni Settanta del Ventesimo secolo e compendiato nell'espressione *finanziarizzazione*<sup>7</sup>.

Così, sebbene non manchino tentativi di riconnetterla a bisogni imperituri e ad idee "antiche", anche piuttosto suggestive<sup>8</sup>, la nascita e lo sviluppo delle moderne cartolarizzazioni deve essere collocata in un preciso contesto economico, finanziario e – soprattutto – monetario, ovvero quello degli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso. Si tratta di decenni nei quali maturò un vero e proprio cambio di paradigma a livello internazionale e l'avvio di un ciclo economico che, molti anni dopo, Ben Bernanke ebbe a definire *The Great Moderation*<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> L'espressione è mutuata dal recente lavoro di K. PISTOR, *The code of capital. How the law creates wealth and inequality*, Princenton-Oxford, Princeton University Press, 2019, p. 158 ss., nel quale l'A., analizzando il rapporto fra regolamentazione ed economia, sottolinea l'importanza determinante dell'attività dei giuristi nell'offrire soluzioni tecnico-giuridiche in grado di favorire lo sviluppo delle diverse forme che il «capitale» ha, via via, assunto nel tempo nonché nel soddisfare le cogenti istanze di tutela e protezione manifestate dai propri clienti "capitalisti" (per un primo commento italiano delle tesi esposte nell'opera, si rinvia a M. R. FERRARESE, *Il capitale e il tocco magico del diritto. Storie e attuali protagonisti secondo Katharina Pistor*, in *Politica del diritto*, 2019).

<sup>7</sup> Secondo una nota definizione, con tale concetto ci si riferisce «[...] to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level» (G. EPSTEIN, *Financialization, rentier interests, and Central Bank Policy*, Convegno "Financialization of the world economy", Dicembre 2001, Università del Massachusetts, Amherst (reperibile in: [www.peri.umass.edu](http://www.peri.umass.edu)). Fra i più recenti lavori che analizzano il rapporto fra finanziarizzazione e cartolarizzazioni, si richiamano A. GIRÒN, A. CHAPOY, *Securitization and financialization*, in *Journal of post keynesian economics*, 2013, vol. 35, n. 1, p. 171 e ss. e B. G. BUCHANAN, *The way we live now: financialization and securitization*, in *Research in International Business and Finance*, 2017, vol. 39, p. 664 ss.

<sup>8</sup> Cfr. P. VIRGA, *La cartolarizzazione: una operazione nuova, anzi antica*, in *Giust. civ.*, X, 2001; W. VIRGA, *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2007, pp. 1011 e s.; M. BOGDAN, *Speaking of Securitization of financial assets*, in *Ovidius University Annals – Economic Sciences Series*, 2017, vol. 17, n. 1, pp. 611-612; J. J. MCCONNELL, S. A. BUSER, *The origins and evolution of the market for mortgage-backed securities*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2011, vol. 3; B. G. BUCHANAN, *Back to the future: 900 years of securitization*, in *Journal of the risk finance*, 2014, vol. 15, pp. 316-33; ID., *op. ult. cit.*, p. 668.

<sup>9</sup> In realtà il termine fu coniato da J. H. STOCK, M. W. WATSON, *Has the business cycle changed and why?*, in *NBER Macroeconomics Annual*, 2002, vol. 17, pp. 159-218

Come ormai ampiamente noto, spazio di “incubazione” di tale tecnica fu il settore della finanza immobiliare statunitense, basato sul rapporto fra il tradizionale comparto bancario e i diversi apparati para-pubblici delle tre *government sponsored entity* (“GSE”, ovvero Fannie Mae, Ginnie Mae e Freddie Mac)<sup>10</sup>. La prima cartolarizzazione venne, infatti, lanciata da Ginnie Mae nel 1968, seguita dalle altre due agenzie negli anni seguenti. Solo sette anni più tardi si ricorda, invece, la prima operazione nel settore privato coordinata dalla *Salomon Brothers* sui mutui concessi da *Bank of America*<sup>11</sup>.

L’obiettivo generale del Capitolo non può che essere raggiunto per piccoli (ma rapidi) passi. Il primo consiste nel tentativo di individuare una definizione di tale tecnica finanziaria che, tenendo conto del carattere polimorfico della stessa, riesca, da una parte, a “coprire” l’intero spettro dei diversi modelli presenti sul mercato e, dall’altra, a cogliere i tratti più qualificanti dell’operazione. A ciò è dedicato l’intero par. 1.

A questa prima ricognizione segue quella relativa alle funzioni che essa può essere chiamata a svolgere, e non solo dal punto di vista microeconomico (guardando alla singola impresa che la realizza), ma anche da una prospettiva macroeconomica e sistemica, che significa mettere in luce il ruolo più complessivo che essa svolge nella dinamica dei mercati finanziari. A questo aspetto sarà dedicato il par. 2.

---

(consultabile in: [www.journals.uchicago.edu](http://www.journals.uchicago.edu)) e ripreso da BEN S. BERNANKE, *The Great Moderation*, discorso pronunciato al convegno della *Eastern Economic Association*, Washington, D.C.; 20.2.2004 (consultabile in: [federalreserve.gov](http://federalreserve.gov)).

<sup>10</sup> Per una ricostruzione puntuale del contesto finanziario di riferimento e dello sviluppo delle cartolarizzazioni, si rinvia al recente lavoro dello storico A. TOOZE, *Crashed: how a decade of financial crisis changed the world*, Londra, Penguin, 2018 (ed. it.: *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*; Milano, Mondadori, 2018, pp. 50-60).

<sup>11</sup> V. L. S. RANIERI, *The origins of securitization, source of its growth, and its future potential*, in *A primer on securitization*, (a cura di) T. Kendall, M. J. Fishman, Cambridge, The Mit Press, 1996, pp. 31 ss.; K. ENGEL, P. MCCOY, *The subprime virus*, Oxford, Oxford University Press, 2010, p. 17; D.C. BONSALL, *Securitization*, London, Butterworths, 1990, p. 3.

L'indagine, inoltre, si soffermerà sull'architettura essenziale dell'operazione, sia sotto un profilo statico, ovvero analizzando i singoli operatori che "partecipano" allo schema (§ 3), sia sotto il diverso profilo dinamico, il che implica necessariamente l'analisi del processo attraverso il quale l'operazione viene a svilupparsi (§ 4). A tal fine si assumerà come punto di riferimento lo schema della cartolarizzazione c.d. tradizionale, senza, tuttavia, mancare nel prosieguo di indicare anche le altre forme che la cartolarizzazione può assumere. L'analisi, infine, ove ritenuto opportuno, sarà condotta tenendo in considerazione anche il dato normativo domestico<sup>12</sup>.

## I

### CARTOLARIZZARE: LE DIVERSE PROSPETTIVE DEFINITORIE

---

<sup>12</sup> In merito alle questioni che impedivano lo sviluppo della tecnica della cartolarizzazione nell'ordinamento italiano v., *ex multis*, C. RUCELLAI, *I problemi legati allo sviluppo della Securitization in Italia: prospettive di soluzione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1995, pp. 114 e ss.; A. FRIGNANI, *La "securitization" come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro It.*, 1995, vol. 118, n. 6, pp. 293 e ss. Più in generale, invece, sulla l. 30 aprile 1999, n. 130, si rinvia ai lavori di C. PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il Fallimento*, 1999, pp. 1173 ss.; F. MAIMERI, *Prime riflessioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazioni dei crediti (AC5058)*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1999, pp. 235 e ss.; F. TARGETTI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1999, p. 411 e ss.; G. DE NOVA, C. LEO, *La "securitization" in Italia*, in *I Contratti*, 1999, n. 7; G. RUMI, *Securitization in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000, pp. 438 ss.; AA. Vv., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, (a cura di) R. Pardolesi, Milano, Giuffrè, 1999; F. MODULO, C. ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000, pp. 73 e ss.; AA. Vv., *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione di crediti. Commentario*, (a cura di) A. Maffei Alberti, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000, p. 997 ss.; L. CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, CEDAM, 2002; D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, Il Mulino, 2002; P. FERRO-LUZZI, *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, (a cura di) P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, Milano, Giuffrè, 2005; O. T. SCOZZAFAVA, *La cartolarizzazione dei crediti: la fattispecie*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 1039 ss.; P. MESSINA, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia*, Torino, Giappichelli, 2009; P. BONIZZONI, *Profili civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Le vicende traslative del credito*, (a cura di) A. Natale, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pp. 345 ss.; U. STEFINI, *La cessione del credito*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, (già diretto da) Cicu-Messineo, (continuato da) P. Schlesinger, V. Roppo, F. Anelli, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pp. 559 ss.



Letteralmente, “cartolarizzare” significa trasformare un’entità finanziaria illiquida in uno strumento cartolare destinato alla circolazione sui mercati finanziari<sup>13</sup>. A prescindere dalle considerazioni che seguiranno, proprio in questo mi pare risieda l’essenza stessa dell’operazione in parola<sup>14</sup> e, quindi, il tratto qualificante che permette di distinguerla da quelle operazioni che, generalmente, vengono ricondotte nell’alveo delle altre attività di smobilizzo di crediti<sup>15</sup>.

Tuttavia, la ricerca di una definizione quanto più condivisa di cartolarizzazione mi pare si scontri con il fatto che, a seconda del punto prospettico assunto, lo studioso tenda a valorizzare un aspetto piuttosto che un altro. Nello specifico, nel tentativo di definire il fenomeno, si possono individuare almeno due vie: taluni, infatti, pongono l’accento sul *processo* (e quindi sull’elemento oggettivo dell’operazione che consiste nella conversione di un *asset* illiquido in strumento cartolare), altri invece sull’*obiettivo* che l’operazione è chiamata perseguire (e quindi sul dato *finalistico* della stessa; *i.e.* trasferimento del rischio di credito).

Tale “divaricazione” si può riscontrare tanto nella letteratura economica quanto in quella giuridica. In questo senso, si può notare come, ad esempio, Mishkin abbia dato risalto, anzitutto, al dato oggettivo:

«[...] *securitisation is the process of transforming otherwise illiquid financial assests (such as residential mortgages, auto loans, and credit card receivables),*

---

<sup>13</sup> Sull’origine etimologica, v. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, Cedam-Wolters Kluwer, 2009, p. 728; ma anche F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *Securitization: the tool of financial transformation*, Yale ICF Working Paper 7, 2007, i quali evidenziano la portata più ampia del termine rispetto a quella più specifica che è venuta ad assumere nel contesto finanziario.

<sup>14</sup> In questo senso, *ex multis*, P. DE GIOIA CARABELLESE, *Securitization and structured finance: from shadow banking to legal harmonization?*, in *Research handbooks in financial law. Legal and regulatory aspects*, (a cura di) I. H.-Y. Chiu, I. G. MacNeil, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2018, p. 132.

<sup>15</sup> P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pp. 175-2011.

*which have typically been the bread and butter of banking institutions, into marketable capital market securities»<sup>16</sup>.*

In campo giuridico, anche Hudson propone una “propria” definizione incentrata sul processo:

*«Securitisation is the process by which a range of cash receivables or similar assets are grouped together and offered to investors in the form of a security in return for a capital payment from the investors»<sup>17</sup>.*

Al contrario, invece, altri Autori valorizzano il dato finalistico. Così, fra gli altri, Gullifer e Payne:

*«Securitisation is a technique which can be used by either a company or a lender to transfer the credit risk of receivables either (in the case of a company) trade receivables or (in the case of a lender) loan receivables or even bonds) and/or to receive immediate finance from rights to payment in the future»<sup>18</sup>.*

Le riflessioni intorno ai diversi tentativi di inquadramento definitorio del fenomeno assumono un certo significato soprattutto se si considera il polimorfismo a cui la tecnica in questione ci ha abituato nel corso dell'ultimo ventennio; al punto che, oggi, è certamente più corretto discutere di tecniche di cartolarizzazione distinguibili, l'una dall'altra, sulla base di diversi modelli (come emergerà più chiaramente nel par. 3).

---

<sup>16</sup> F.S. MISHKIN, *The economics of money, banking and financial markets*, Boston, Pearson, 2007; così come E. MONTI, C. MESSINA, *La tecnica della securitisation*, in *Bancaria*, 1991, p. 7; ID., *La finanza per l'impresa*, Torino, Utet, 1992, p. 187, secondo i quali «l'operazione di securitization si sostanzia nella conversione di crediti in strumenti cartolari e, più propriamente, in strumenti finanziari normalmente negoziabili sul mercato».

<sup>17</sup> A. HUDSON, *The Law of Finance*, London, Sweet&Maxwell, 2013, p. 1294, definizione che “ricalca” quella offerta da J. A. ROSENTHAL, J. M. OCAMPO, *Securitization of credit: inside the new technology of finance*, New York, John Wiley, 1988, che ebbero a definirla come «*The carefully structured process whereby loans and other receivables are packaged, underwritten, and sold in the form of securities (instruments commonly know as asset-backed securities) [...]*».

<sup>18</sup> L. GULLIFER, J. PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford, Hart Publishing, 2015, p. 467; v. anche nella letteratura italiana, il fortunato lavoro di D. GALLETI, G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, op. cit., p. 16, secondo i quali la cartolarizzazione «*in prima approssimazione, può essere definita come l'operazione volta al reperimento, presso il pubblico degli investitori, di somme di denaro dirette a finanziare l'impresa titolare di determinati assets patrimoniali, in cambio della destinazione, in via esclusiva, di tale portafoglio alla soddisfazione del diritto degli investitori alla restituzione del capitale investito, maggiorato degli interessi*».

In questo senso, allora, una definizione normativa che faccia perno sul dato *finalistico* sembra preferibile se l'obiettivo del Legislatore è quello di evitare arbitraggi regolamentari "interni" al mercato delle cartolarizzazioni. Una definizione che guarda al *processo* sconta, invece, il pericolo di compromettere tale obiettivo generale di politica legislativa, rischiando di escludere dall'ambito di applicazione di una normativa una fattispecie piuttosto che l'altra, a seconda del modello (o processo) di riferimento. Al contempo, però, un approccio definitorio basato sul *processo* permette di tenere in debita considerazione le differenze strutturali insite nei più recenti modelli alternativi di cartolarizzazione, e quindi di tarare i precetti con maggiore attenzione. E' in questo difficile equilibrio che il Legislatore, sia esso nazionale che europeo, deve quindi muoversi. Inoltre, e forse a maggior ragione, il tema del profilo definitorio del fenomeno rileva in modo particolare se si osservano le indicazioni offerte dai testi normativi. A tal proposito, basti qui ricordare l'assenza nella legislazione domestica di settore (l. 30 aprile 1999, n. 130) di una definizione generale di cartolarizzazione<sup>19</sup>. L'indagine si arricchisce oggi di un'ulteriore definizione ricavabile dall'art. 2, n. 1, Reg. (UE) n. 2042/2017 che combina sia gli elementi finalistici sia quelli connessi al processo:

*«l'operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti, avente tutte le seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o dello schema dipendono dalla performance dell'esposizione o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema, c) l'operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'art. 147, paragrafo 8, regolamento (UE) n. 575/2013».*

---

<sup>19</sup> L'art. 1, infatti, rubricato «Ambito di applicazione e definizioni», precisa che «La presente legge si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, [...]» (comma 1). E prosegue, ancora, «La presente legge si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie [...]» (comma 1 bis).

Tuttavia, e qui sta la particolarità di tale norma definitoria, il Legislatore manca di evocare il dato tecnico della trasformazione delle attività illiquide in strumenti finanziari negoziabili, sottolineando invece quello della segmentazione (*tranching*, sul quale *infra*, par. 3), ovvero una fra le più comuni tecniche di *credit enhancement* che, se adottata, fa assumere all'operazione una particolare conformazione, ma che non rappresenta di certo un elemento essenziale ai fini della configurazione della stessa. Pertanto, anche in questo caso, e come si avrà modo di vedere diffusamente nel Capitolo 4, ci troviamo di fronte ad una definizione, al pari di quella domestica, funzionale all'individuazione dell'ambito oggettivo di applicazione, senza pretesa alcuna di assurgere a definizione generale (come, peraltro, si evince immediatamente dall'*incipit* della norma: «*Ai fini del presente regolamento, si intende per [...]»*<sup>20</sup>).

## II

### LE DETERMINANTI NELLE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE

Quanto riferito con riguardo alla definizione di cartolarizzazione permette di introdurre il tema degli obiettivi e delle motivazioni – le c.d. *determinanti*, nel lessico economico – che spingono un'impresa a valutare una simile operazione. Il che implica distinguere anche lo scopo-mezzo della cartolarizzazione (che risiede nella trasformazione di attivi tendenzialmente illiquidi in strumenti finanziari negoziabili) dallo scopo-fine della stessa, ovvero gli obiettivi economici che si intendono raggiungere.

E' indubbio che la funzione primaria e più nota di tale tecnica risieda proprio nell'assicurare la rapida disponibilità di risorse liquide a fronte del trasferimento di attivi non prontamente liquidabili<sup>21</sup> (in questo

---

<sup>20</sup> Dello stesso avviso P. BONTEMPI, *op. cit.*, p. 202, nt. 44.

<sup>21</sup> E come si avrà modo di chiarire nel Cap. 3, nell'intento di rivitalizzare il mercato delle a.b.s., il Legislatore europeo del Reg. (UE) n. 2042/2017 ha inteso valorizzare

senso, quindi, una funzione finanziaria). Tuttavia, le operazioni di cartolarizzazione rispondono anche ad obiettivi diversi non necessariamente riconducibili a soddisfare un fabbisogno finanziario contingente.

E', allora, più corretto parlare di funzioni, al plurale appunto<sup>22</sup>.

In sintesi, è possibile indicare almeno quattro macro obiettivi<sup>23</sup> – che possono o meno concorrere fra di loro – posti in funzione: a) del reperimento di liquidità sul breve periodo (*alternative funding source*); b) della volontà di intervenire sulla composizione dell'attivo patrimoniale; c) dell'esigenza di riduzione del capitale regolamentare imposto dai vincoli prudenziali (*capital relief*); d) della necessità di gestire il rischio associato a determinate classi di attivi.

Per quanto concerne il primo obiettivo, questo è perseguibile a condizione che la struttura dell'operazione realizzi il trasferimento a titolo definitivo degli attivi cartolarizzati, a fronte del quale l'impresa si vede riconosciuto il corrispettivo pattuito. Per questa via l'operazione assume i connotati tipici di uno strumento di finanziamento alternativo rispetto al tradizionale debito bancario ovvero all'emissione di obbligazioni sul mercato finanziario<sup>24</sup>. Con ciò si può osservare che il ricorso alla cartolarizzazione può garantire anche una sensibile riduzione dei costi di indebitamento che, come noto, sono direttamente

---

proprio quest'ultima funzione all'interno del più ampio programma di riforma della *Capital Market Union* (CMU). Dal considerando n. 4, si legge infatti che «*la cartolarizzazione costituisce un importante canale di diversificazione delle fonti di finanziamento e di ripartizione più ampia del rischio all'interno del sistema finanziario dell'Unione. [...] può dare ai bilanci dei cedenti quel maggiore ossigeno necessario per aumentare l'erogazione di prestiti all'economia*».

<sup>22</sup> Cfr. P. MESSINA, *op. cit.*, p. 12; F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *op. cit.*, passim.

<sup>23</sup> Cfr. nella letteratura economica la classificazione degli obiettivi offerta da M. MAZZUCA, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Milano, Egea, 2015, pp. 19-21, alla quale si è fatto riferimento diretto.

<sup>24</sup> In ambito economico, tale obiettivo, analizzato dalla prospettiva dell'intermediario bancario, si traduce nella *funding hypothesis* (FH), per la quale la motivazione principale dell'operazione risiede nel tentativo di diversificare le forme di raccolta finanziaria rispetto ai (sempre più costosi) depositi bancari; v. F. BATTAGLIA, *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, Milano, Franco Angeli, 2013, p. 46.

influenzati dal merito creditizio complessivamente assegnato all'emittente, mentre i *rating* delle a.b.s. vengono rilasciati tenendo conto (solo) della qualità del *pool* di attività sottostanti, senza considerare le più generali condizioni economico-finanziarie dell'*originator*<sup>25</sup>.

A questo primo obiettivo si è soliti affiancare quello di intervento sulla struttura e composizione dell'attivo. Così, infatti, rispetto alle suddette esigenze di finanziamento, potrebbe risultare preminente la diversa esigenza di diversificare il portafoglio ovvero di migliorare la capacità di impiego delle risorse finanziarie. Inoltre, avendo specifico riguardo all'impresa bancaria, e nei termini sopradetti del *capital relief*, la cartolarizzazione permette anche, come effettivamente riscontrato dagli studi empirici, di effettuare operazioni di arbitraggio sul patrimonio di vigilanza come regolato nel corso degli anni dagli Accordi di Basilea (*regulatory capital arbitrage*)<sup>26</sup>.

Ancora, infine, con riguardo all'ipotesi *sub d)*, l'impresa potrebbe valutare la cartolarizzazione anche per trasferire sul mercato i rischi associati ad una classe di attivi. Questo obiettivo, tuttavia, è percorribile attraverso la tecnica delle cartolarizzazioni nella variante c.d. sintetica che, come si avrà modo di chiarire più avanti, non presuppone il

---

<sup>25</sup> Sul punto si rinvia a S. L. SCHWARCZ, *The Alchemy of Asset Securitization*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1994, p. 133 e ss., il quale oltre ad analizzare gli elementi che permettono alle imprese di ottenere comparativamente una riduzione dei costi di finanziamento, evidenzia un ulteriore beneficio, ovvero la possibilità per l'*originator* di reperire risorse sul mercato dei capitali finanziamenti anche allorquando la domanda di strumenti finanziari associati al rischio complessivo dell'*originator* è bassa (nello stesso senso anche B. G. BUCHANAN, *The way we live now: financialization and securitization*, in *Research in International Business and Finance*, 2017, vol. 39, p. 667).

<sup>26</sup> In questo caso, si fa riferimento alla *regulatory capital arbitrage hypothesis* (RCAH) che, con le parole di F. BATTAGLIA, consiste nella «possibilità di operare arbitraggi sul capitale regolamentare mediante la riduzione del patrimonio di vigilanza, senza una corrispondente contrazione del rischio economico della banca» (in *op. ult. cit.*, p. 47). Sul punto v. anche VELLA, *Effetti della cartolarizzazione nei bilanci delle società cessionari*, in *Bancaria*, 2001, n. 9, pp. 31.

trasferimento dell'*asset* cartolarizzato, bensì il solo rischio di credito associato<sup>27</sup>.

### III

#### TASSONOMIA E POLIMORFISMO: UN TENTATIVO CLASSIFICATORIO

Le difficoltà sopra richiamate in ordine alla cornice definitoria altro non rappresentano se non il riflesso del polimorfismo che caratterizza la tecnica in discussione, non solo dal lato operativo e procedurale, ma anche dal lato funzionale, come è stato invece messo in evidenza nel par. precedente.

Il grado di sofisticazione delle procedure, le profonde e sempre più marcate differenze fra i modelli in essere, il mutare delle prassi operative al variare delle latitudini, rendono sempre meno nitidi i confini dell'intero fenomeno che finisce per intercettare trasversalmente ampi segmenti, dai mercati creditizi a quelli finanziari, dai "mercati" dei derivati sino alle politiche monetarie.

L'esigenza di fissare, seppur brevemente, i punti cardinali scaturisce quindi dalla più concreta e ovvia necessità di non perdere la rotta. Così, pare opportuno indicare almeno i quattro criteri classificatori che permettono di fondare una tassonomia minima di settore ovvero: a) il criterio della *finalità* dell'operazione; b) il criterio delle *tecniche operative*; c) il criterio della *natura* degli *attivi cartolarizzati* (*underlying assets*); d) e, infine, il criterio della *natura* dei *titoli emessi*.

Pur ammettendo una certa forzatura, la prima classificazione poggia sulla differente *finalità* che le operazioni mirano in modo preponderante a perseguire. Si tratta, quindi, di distinguere fra cartolarizzazioni c.d. tradizionali (conosciute anche come *true sale*, *cash* o *plain vanilla*);

---

<sup>27</sup> E' la c.d. *credit risk transfer hypothesis* (RTH), ovvero l'esigenza di gestire i rischi associati ad *asset* di un determinato portafoglio a fronte di perdite attese.

cartolarizzazioni sintetiche; obbligazioni con doppia garanzia e, infine, auto-cartolarizzazioni.

Partendo dalla *summa divisio* offerta dal Comitato di Basilea<sup>28</sup> – ricorrente in altri documenti ufficiali delle istituzioni internazionali<sup>29</sup> – è possibile distinguere, anzitutto, le cartolarizzazioni tradizionali da quelle sintetiche.

Le prime sono caratterizzate dal trasferimento legale o economico di attivi o di obblighi (*underlying asset*) da un ente cedente (*originator*) ad una parte terza – solitamente denominata *special purpose vehicle* (s.p.v.) – emittente strumenti finanziari – *asset-backed securities* (a.b.s.) – che rappresentano ragioni di credito nei confronti dei *pool* di attivi trasferiti. Le seconde, invece, si caratterizzano come operazioni strutturate nelle quali vengono impiegati derivati creditizi (*credit derivatives*) per trasferire a terzi il (solo) rischio di credito, specificamente individuato, di un determinato *pool* di attività (*reference portfolio*). La peculiarità di tale operazione risiede, per l'appunto, nel fatto che l'*originator* (in veste di *protection buyer*) non trasferisce gli attivi ad un'entità terza, ma il solo rischio di credito, con la conseguenza che non si realizza quel fenomeno traslativo tipico delle operazioni tradizionali. Il trasferimento del (solo) rischio associato agli attivi può avvenire secondo due modalità differenti: in un caso, l'operazione può avvenire attraverso la stipula di un contratto di *credit default swap* (c.d.s.), detta cartolarizzazione sintetica *unfunded*<sup>30</sup>; nell'altro, invece, l'operazione presuppone il

---

<sup>28</sup> COMITATO DI BASILEA, *Asset securitization, consultative document*, 2001, p. 1.

<sup>29</sup> V. A. DELIVORIAS, *Understanding securitisation. Background, benefits, risks*, Bruxelles, 2015, p. 6.

<sup>30</sup> Nell'operazione che si realizza tramite la stipula di un c.d.s di tipo *unfunded*, l'*originator* (*protection buyer*) trasferisce al *protection seller* il rischio relativo agli attivi obbligandosi a corrispondere un vero e proprio premio "assicurativo" che gli attribuisce il diritto di ricevere la protezione acquistata al verificarsi di un determinato evento creditizio (*credit event* o *trigger credit event*). Si discute circa la possibilità di ricomprendere tale operazione entro la categoria delle cartolarizzazioni. Difatti, in questo caso, manca completamente il fenomeno della "titolarizzazione" che dovrebbe sempre presupporre la conversione di attivi illiquidi in strumenti finanziari negoziabili; sul punto v. P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 84-86.



trasferimento del rischio a fronte dell'emissione da parte dello s.p.v. di *credit link notes* (c.n.l.), destinati ad essere sottoscritti dagli investitori, detta cartolarizzazione sintetica *funded*<sup>31</sup>.

Questa tradizionale – e largamente ricorrente – distinzione *per finalità* va necessariamente aggiornata: a queste prime due forme se ne aggiungono infatti altre due che hanno assunto nel tempo connotati peculiari, al punto che taluni dubitano sulla riconducibilità delle stesse entro il perimetro delle operazioni di cartolarizzazione.

Si tratta, anzitutto, delle *obbligazioni con doppia garanzia* caratterizzate dal fatto che gli investitori possono beneficiare, per l'appunto, di un doppio livello di garanzia costituito dal patrimonio dell'*originator* e dagli *asset* cartolarizzati. Nell'esperienza internazionale, si contano almeno due possibili varianti strutturali. Entrambe sono accumulate dal fatto che l'emittente è l'*originator*, ma si differenziano per la presenza e il ruolo dello s.p.v. Nella prima ipotesi c.d. *on-balance sheet*, l'*originator*-emittente pone una parte del proprio patrimonio a garanzia dell'emissione, con ciò permettendo all'investitore di poter fare affidamento, in via prioritaria, sul patrimonio dell'emittente (nella sua interezza) e, in subordine, su quegli attivi oggetto di segregazione. Nella seconda ipotesi, invece, c.d. *off-balance sheet*, la parte di patrimonio segregato viene trasferito allo s.p.v., il quale acquista gli *asset* a fronte di un prestito accordato dallo stesso *originator* o da una banca terza, e concede agli investitori una garanzia<sup>32</sup>. Sono esempi diffusi di tali schemi

---

<sup>31</sup> In questo tipo di operazione, l'*originator* trasferisce il rischio di credito allo s.p.v., il quale, in qualità di *protection seller*, riceve il pagamento del premio per la protezione accordata. Tuttavia, lo s.p.v., si copre dal rischio associato emettendo *credit link notes* (c.n.l.) destinate ad essere offerte agli investitori, i quali, quindi, in ultima analisi risulteranno i "veri" *protection sellers*. Sul punto v. P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 84-86; C. RUCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, *Giurisprudenza Commerciale*, 2012, pp. 371 e ss.

<sup>32</sup> V. F. BATTAGLIA, *op. cit.*, p. 27.

quelli destinati all'emissione delle obbligazioni bancarie garantite (*covered bond*)<sup>33</sup>.

Infine, con *auto-cartolarizzazione* si intende l'operazione nella quale gli strumenti finanziari generati dalla cartolarizzazione sono sottoscritti interamente – o, comunque, in larga parte – dallo stesso *originator*. Ciò che, quindi, “esce” dal patrimonio dell'*originator* (in forma di *asset* illiquidi) finisce per “rientrarvi” in forma diversa (a.b.s.). Elemento qualificante di questo tipo di operazioni risiede non solo nel mancato trasferimento delle attività e del rischio ad esse associato, ma anche nel fatto che le a.b.s. non sono destinate al mercato e agli investitori, bensì allo stesso *originator*, il quale sottoscrivendo i titoli emessi li utilizza come garanzia per altre operazioni di finanziamento (es. costituendo in pegno gli stessi titoli)<sup>34</sup>.

Questo tipo di cartolarizzazione ha assunto un certo peso<sup>35</sup> con l'avvio delle operazioni di politica monetaria (c.d. non convenzionale) adottate dalla Banca Centrale Europea nell'ambito del programma di supporto al finanziamento a breve termine degli istituti di credito della zona euro di fronte al collasso registrato sui mercati interbancari. In questo contesto specifico, infatti, le a.b.s. sono state ampiamente utilizzate come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale Europea<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Nell'ordinamento italiano, l'emissione di o.b.g. è disciplinata dall'art. 7 *bis*, l. 30 aprile 1999, n. 130 (e dal relativo decreto MEF, n. 310, 14 dicembre 2006), sulla base della struttura c.d. *off-balance sheet*; v. anche P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 165 e ss.

<sup>34</sup> Cfr. Relazione annuale Banca d'Italia 2008, ove si legge a p. 204 che «*nelle autocartolarizzazioni, a differenza delle cartolarizzazioni tradizionali, i titoli emessi dalla società veicolo a fronte dei crediti ceduti dalla banca non vengono collocati sul mercato, ma sono interamente sottoscritti dalla banca stessa. Esse non comportano quindi trasferimento del rischio di credito, che rimane interamente in capo alla banca che ha effettuato l'operazione, né costituiscono una fonte di provvista diretta*».

<sup>35</sup> Ne dà conto F. BATTAGLIA, *op. cit.*, pp. 45 ss.

<sup>36</sup> P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 184 e ss., il quale ricorda come le operazioni di rifinanziamento con la BCE avvenivano sulla base di un contratto di acquisto a pronti con patto di vendita a termine (*repurchase agreement*, abbr. “*repo*”) tale per cui, la Bce acquistava le a.b.s. della *tranche senior* emesse dallo s.p.v., con l'obbligo per l'*originator* di riacquistarle ad un prezzo stabilito entro una data predeterminata.

Il secondo criterio classificatore è quello che trova fondamento nelle diverse *tecniche operative* che possono essere opzionate fra quelle astrattamente adottabili. Limitando la trattazione alle operazioni c.d. tradizionali e seguendo una delle possibili ricostruzioni descrittive offerte dalla dottrina italiana<sup>37</sup>, si possono distinguere, in primo luogo, le operazioni realizzate mediante s.p.v. (modello anglosassone); le operazioni realizzate attraverso la cessione a fondi comuni di investimento (modello franco-spagnolo)<sup>38</sup> e le operazioni mediante erogazione di un finanziamento (*sub participation*)<sup>39</sup>.

A sua volta, nelle operazioni che coinvolgono uno s.p.v. – che rappresentano lo schema *standard* nell'ordinamento italiano – è possibile distinguere ulteriormente fra tre possibili opzioni applicative: *i*) la prima si realizza attraverso il trasferimento ad uno s.p.v. degli *asset*, il quale si rende acquirente degli stessi ed emittente di a.b.s. (modello europeo continentale o *pay through*<sup>40</sup>); *ii*) la seconda, invece, si realizza attraverso il trasferimento degli attivi ad un *trust* che, a sua volta, emette

---

<sup>37</sup> Si tratta, nello specifico, di quella offerta da D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.*, pp. 18-21.

<sup>38</sup> In questi casi, l'operazione realizza il trasferimento legale ed economico degli attivi dall'*originator* ad un fondo comune di investimento, il cui patrimonio sarà rappresentato esclusivamente da tali attivi e sarà gestito da una società di gestione. A fronte del trasferimento, il fondo emetterà e collocherà titoli di partecipazione al fondo stesso. Tale forma è disciplinata anche nell'ordinamento italiano: l'art. 7 l. 30 aprile 1999, n. 130 prevede, infatti, che le disposizioni in materia di cartolarizzazione trovano applicazione anche «*alle cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti*» (sul tema v. G. GENTILE, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito, Banca Borsa e Titoli di credito*, 2000, pp. 756 e ss.; F. MODULI, C. ZACCAGNINI, *op. cit.*, pp. 73 ss.; par. 19).

<sup>39</sup> In questo caso, l'operazione prevede l'erogazione di un finanziamento da parte dello s.p.v. a favore dell'*originator*. Lo s.p.v. si procura la provvista necessaria attraverso l'emissione di a.b.s., senza che, tuttavia, si realizzi il trasferimento degli attivi dal secondo al primo (modalità espressamente riconosciuta anche dal Legislatore italiano all'art. 7, comma 1, lett. *a*); sul tema v. G. RUMI, *op. cit.*, pp. 438 ss., par. 10; P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 51 ss.).

<sup>40</sup> In questo modello «*i titoli emessi dalla società veicolo incorporano soltanto un diritto di natura obbligatoria nei confronti della Spv, avente ad oggetto la restituzione delle somme corrisposte dagli investitori all'atto della sottoscrizione, maggiorate degli interessi*», e il rimborso e il pagamento degli interessi è «*strettamente correlato alle scadenze dei crediti nei confronti dei debitori ceduti*», così D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, pp. 20-21.

titoli rappresentativi di quote dello stesso (modello anglosassone o *pass through*<sup>41</sup>); *iii*) la terza, infine, si realizza attraverso la cessione di attivi (modello a.b.s.)<sup>42</sup>.

E' evidente che la distinzione poc'anzi offerta secondo le tecniche operative conduce ad un'altra possibile classificazione secondo la natura delle a.b.s.: se, infatti, l'operazione si realizza attraverso il trasferimento degli attivi ad un fondo comune di investimento, saranno offerte sul mercato quote di partecipazione al fondo; se, invece, sarà realizzata attraverso un *trust*, saranno offerti certificati di partecipazione; se, infine, l'operazione presuppone la partecipazione di un s.p.v. questo emetterà strumenti finanziari che possono assumere la più svariata natura (da vere e proprie obbligazioni a *commercial papers*).

La terza classificazione, molto rimarcata nella letteratura internazionale, meno in quella autoctona, si fonda sulla differente *natura degli attivi* oggetto di cartolarizzazione. Così, si distingue, anzitutto, fra *asset backed-securities* (a.b.s.) e *mortgage backed-securities* (m.b.s.), ovvero a.b.s. con sottostanti rapporti di mutuo. Nella prassi, poi, si riscontrano sovente ulteriori distinzioni a seconda del tipo di finanziamento: in particolare, fra prestiti commerciali (*commercial mortgage backed-securities* – c.m.b.s.) e prestiti residenziali (*residential mortgage backed-securities* – r.m.b.s.)<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> Nel modello *pass through* il «portafoglio crediti viene costituito in trust presso la società veicolo, che assume il ruolo di grantor trust a beneficio dei sottoscrittori: con la conseguenza che i titoli emessi dalla SPV non incorporano un diritto di credito degli investitori nei confronti della società veicolo, ma un diritto avente ad oggetto una quota del trust corrispondente al numero dei titoli sottoscritti da ciascun sottoscrittore», così D. GALLETI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, p.20.

<sup>42</sup> Nel modello a.b.s. puro, al pari del modello *pay through*, i titoli emessi dalla società veicolo incorporano il diritto alla restituzione delle somme corrisposte dagli investitori, oltre interessi, ma a differenza di questi ultimi «i pagamenti dovuti ai sottoscrittori vengono totalmente svincolati dalle scadenze di pagamento dei debitori ceduti», così D. GALLETI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, p. 20.

<sup>43</sup> Sulla base dei rapporti sottostanti hanno, nel tempo, preso piede ulteriori distinzioni, ovvero quella che distingue fra cartolarizzazioni di n.p.l. e non (si pensi, nel quadro legislativo domestico, alla disciplina riservata ai crediti classificati a sofferenza che, a determinate condizioni, possono accedere alla garanzia statale c.d. GACS; sul punto v. G. GUERRIERI, *Investimenti in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in

L'ultima distinzione poggia sul *tipo di strumenti finanziari* emessi (da distinguere rispetto al criterio della natura dei titoli emessi sopra descritto). Tale criterio, presente nella letteratura economica<sup>44</sup>, distingue fra a.b.s., strumenti finanziari collateralizzati (es. *collateralized debt obligation*, c.d.o.) e *whole business securitisation* (w.b.s.).

Sulla base di questa tripartizione le a.b.s. vengono intese, all'occorrenza, sia come strumenti finanziari rappresentativi del *genus* – a valere come qualsiasi strumento finanziario che trova origine in un'operazione di cartolarizzazione, qualsiasi essa sia – sia come strumento finanziario che origina da un'operazione di cartolarizzazione di crediti pecuniari (distinguendosi dalle emissioni collateralizzate).

Con w.b.s., praticata e conosciuta in ambito anglosassone, si intende l'operazione finanziaria attraverso la quale, a fronte della concessione di un finanziamento garantito a titolo di debito, un'impresa (*operating company*) cartolarizza l'intera gestione economica (o parte di essa)<sup>45</sup>. La tecnica presuppone la compresenza di almeno tre soggetti: si è detto dell'impresa della cui gestione si tratta, alla quale si affianca uno s.p.v., che, da una parte, diviene cessionario dei diritti sui flussi di cassa derivanti dalla gestione dell'impresa e, dall'altra, assume la veste di soggetto finanziatore, procurandosi la provvista necessaria attraverso l'emissione di strumenti finanziari (*secured notes*) a favore degli investitori. Questi ultimi avranno diritto di ricevere i pagamenti degli interessi e il rimborso a scadenza, garantiti, appunto, dall'attività svolta dall'impresa.

---

*Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2017, p. 472 ss.), i *personal loan*, *small medium enterprises* (SME) e *credit cards* (c.c.).

<sup>44</sup> M. MAZZUCA, *op. cit.*, pp. 28 ss.

<sup>45</sup> M. D. DI BAIA, S. REBECCHINI, *La tecnica della cartolarizzazione nei principali paesi industrializzati*, in *La cartolarizzazione*, (a cura di) P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, *op. cit.*, p. 17.

I titoli collateralizzati<sup>46</sup> sono strumenti finanziari, anch'essi rientranti nella più vasta categoria delle a.b.s., dai quali si distinguono per talune peculiarità. Anzitutto, sotto il profilo dei sottostanti, tali titoli si caratterizzano per non essere garantiti da crediti pecuniari (come nelle ordinarie a.b.s.) bensì da altre attività finanziarie di vario genere (titoli obbligazionari e altri strumenti finanziari di debito<sup>47</sup>). Ancora sotto questo profilo, finiscono poi per distinguersi ulteriormente fra *collateralized loan obligation* (c.l.o.) quando hanno ad oggetto la cartolarizzazione di finanziamenti; *collateralized bond obligation* (c.b.o.) quando hanno ad oggetto strumenti finanziari di debito e, infine, *collateralized debt obligation* (c.d.o.) quando il trasferimento funzionale alla cartolarizzazione ha ad oggetto sia prestiti sia strumenti finanziari di debito. Inoltre, tali titoli si distinguono da quelli emessi nell'ambito delle operazioni tradizionali: in queste ultime, infatti, l'emissione trova causa in un obiettivo specifico dell'*originator* (con la conseguente stretta correlazione fra il profilo finanziario di quest'ultimo e le attività cartolarizzate), mentre nel caso delle emissioni collateralizzate il profilo finanziario non è strettamente connesso all'*originator*, al punto che, da una parte, l'operazione può essere promossa da uno *sponsor* (mutando gli obiettivi stessi dell'operazione) e, dall'altra, può prevedere che gli attivi siano oggetto di una gestione attiva. Sotto il profilo delle modalità di cartolarizzazione, infine, tali emissioni si distinguono da quelle tradizionali in quanto, oltre al modello *cash flow* – che presuppone che il rimborso e il pagamento degli interessi sia influenzato dall'andamento degli attivi sottostanti – possono prevedere un modello di

---

<sup>46</sup> La cui emissione nell'ordinamento italiano sembra essere stata definitivamente ammessa con gli interventi di riforma previsti, da ultimo, con l'art. 1, comma 1090, l. 30 dicembre 2018, n. 145. L'art. 1, comma 1 *bis*, prevede oggi che «*La presente legge si applica altresì alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli similari ovvero cambiali finanziarie, esclusi comunque titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società di cartolarizzazione*».

<sup>47</sup> P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 59-82.

remunerazione basata sul *market value*, legando così la remunerazione degli investitori al valore che gli attivi sottostanti acquisiscono sul mercato<sup>48</sup>.

Dal punto di vista sistematico, sebbene ricorrente, quest'ultima classificazione non sembra agevolare una chiara ricostruzione. Le operazioni collateralizzate, infatti, ben possono essere ricondotte entro la classificazione per tipo di sottostante<sup>49</sup>, così come le operazioni w.b.s. (che, però, a ben vedere, rappresentano anche un ulteriore modello – a fianco alle operazioni tradizionali, sintetiche, con doppia garanzia e autocartolarizzazioni – da ricondurre entro la prima classificazione *per finalità*).

Le considerazioni sin qui svolte, lungi dal rappresentare solo un mero tentativo classificatorio, sono strettamente funzionali all'interpretazione del nuovo Reg. (UE) n. 2402/2017 che, all'art. 2, definisce la cartolarizzazione, «*ai fini del presente regolamento*», come «*l'operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti*», rendendo, quindi, necessario chiarire quali fra gli schemi sopra descritti rientri o meno nell'ambito oggettivo di applicazione del Regolamento stesso.

---

<sup>48</sup> Cfr. M. MAZZUCA, *op. cit.*, pp. 29-30.

<sup>49</sup> Come, peraltro, suggeriva A. PLAIA, *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*; *Giurisprudenza di Merito*, 2000, pp. 488 ss., secondo il quale «*A seconda delle attività alla base delle operazioni i titoli emessi (Abs) prendono un nome diverso. Così per i mutui si parla di "mortgage asset backed security" (Mbs) o di "commercial real estate security" (Cmbs) a seconda che i mutui siano stati concessi a fronte di immobili residenziali o commerciali. Quando si tratta di "bond" o prestiti bancari si parla di "collateralized bond obligation" (Cbo) o di "collateralized loan obligation" (Clo), mentre se si tratta di "bond" e prestiti insieme si parla di "collateralized debt obligation"*».

## IV

### L'ARCHITETTURA DI UN'OPERAZIONE DI CARTOLARIZZAZIONE C.D. TRADIZIONALE

L'elevata complessità tecnica che caratterizza un'operazione di cartolarizzazione non deriva solo dal modello strutturale prescelto ma anche da *tempi*, normalmente superiori al semestre (con il conseguente rischio di obsolescenza delle previsioni su cui la stessa poggia), e dal fatto che essa si snoda lungo una serie di fasi – connesse fra loro, e ognuna caratterizzata funzionalmente – nelle quali intervengono soggetti diversi che accompagnano il processo, regolando i loro reciproci rapporti attraverso un ampio ventaglio di negozi giuridici.

L'angolo prospettico dal quale osservare la struttura dell'operazione in parola, anche per i proponimenti della presente analisi, è quello del modello storicamente più diffuso e praticato, ovvero lo schema c.d. tradizionale che, peraltro, rappresenta il prototipo di riferimento anche del nuovo impianto regolamentare europeo (v. art. 2, n. 9, Reg. (UE) n. 2402/2017).

Nella sua struttura più essenziale la cartolarizzazione coinvolge almeno tre soggetti c.d. primari: l'*originator* (titolare degli attivi destinati ad essere cartolarizzati), un ente-veicolo (*special purpose vehicle* – s.p.v.) e l'investitore (inteso, ovviamente, come categoria).

L'*originator* trasferisce gli attivi (illiquidi) di cui è titolare all'ente-veicolo, il quale finanzia l'acquisto degli stessi attraverso l'emissione di strumenti finanziari. L'*originator* realizza, quindi, il suo obiettivo. I titoli emessi dall'ente-veicolo saranno collocati presso gli investitori, i quali si attendono un rendimento pluriennale "garantito" dai rapporti sottostanti.



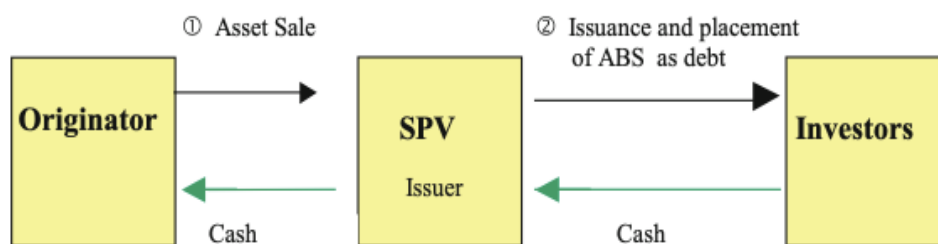


Fig. 1. Fonte: P. COMUZZI, R. TASCA, S. ZAMBELLI, *The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends in Structured finance: Techniques, Products and Market*, S. CASELLI – S. GATTI (a cura di), Springer International Publishing, 2005.

## IV.1

### L'ORIGINATOR E GLI ATTIVI "CARTOLARIZZABILI"

Chi possa assumere la qualifica di *originator* e dare il la ad un'operazione di cartolarizzazione è questione strettamente connessa a quella delle attività finanziarie che possono formare oggetto di cartolarizzazione.

Fra gli attivi cartolarizzabili sono, anzitutto, ricompresi i rapporti di credito (come peraltro dimostra anche l'esperienza italiana che, per lungo tempo, ha disciplinato espressamente solo tale forma di cartolarizzazione<sup>50</sup>). E' noto, infatti, che i crediti derivanti dai finanziamenti bancari ipotecari<sup>51</sup> abbiano rappresentato l'area di prima sperimentazione della cartolarizzazione, per poi essere applicata ad altre tipologie di crediti. Rispetto al tipo di crediti non si riscontrano nei diversi ordinamenti particolari limitazioni né sotto il profilo della

<sup>50</sup> V. art. 1, l. 30 aprile 1999, n. 130 che definisce l'ambito di applicazione della stessa, precisando che si applica «alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri [...]».

<sup>51</sup> Sul punto, si v. J. J. MCCONNELL, S. A. BUSER, *The origins and evolution of the market for mortgage-backed securities*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2011, vol. 3.

solvibilità (dai crediti *in bonis* ai crediti in sofferenza) né con riguardo alla loro natura<sup>52</sup>, intendendosi ricompresi anche i crediti futuri<sup>53</sup>.

I confini si sono poi allargati sino a ricomprendere anche le operazioni c.d. collateralizzate<sup>54</sup>. Come anticipato al par. 3, si tratta di operazioni nelle quali le a.b.s. hanno come sottostante titoli di debito ed altri strumenti finanziari (dai c.d.o. ai c.b.o.<sup>55</sup>). Anche i diritti, siano essi reali o personali ovvero, in generale, i proventi retraibili da beni immobili e beni mobili registrati, possono formare oggetto di cartolarizzazione, come peraltro dimostra la recente esperienza italiana<sup>56</sup>. Il mercato ha inoltre sperimentato la cartolarizzazione dei diritti d'autore<sup>57</sup>, risultando anche ipotizzabile la cartolarizzazione dei diritti di brevetto per invenzioni industriali.

---

<sup>52</sup> Anche in questo caso, vale ad esempio il caso italiano: la disciplina di settore richiede che oggetto della cessione siano crediti "pecuniari" e null'altro; cfr. G. TURRI, *op. cit.*, p. 1494 e D. GALLETTI, *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Enciclopedia del diritto*, 2008, p. 206, il quale precisa che il riferimento ai crediti pecuniari finisce per escludere eventuali rapporti di credito «*aventi ad oggetto un fare o un dare; non sembra peraltro che vi siano limitazioni ulteriori, cosicché potrà, ad esempio, trattarsi di crediti sottoposti alla disciplina di una legge diversa da quella italiana, verso la pubblica amministrazione, nonché di crediti futuri*».

<sup>53</sup> Come nell'ordinamento italiano, che ammette la cartolarizzazione di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, ma non solo: cfr. M. D. DI BAIA, S. REBECCHINI, *op. cit.*, p. 17, nt. 4, che ricorda le operazioni di cartolarizzazione svolte in Messico sui canoni della telefonia.

<sup>54</sup> Cfr. A. DELIVORIAS, *op. cit.*; p. 6.

<sup>55</sup> Operazione attualmente ammissibile anche nell'ordinamento domestico in ragione del nuovo disposto di cui all'art. 1, comma 1 *bis*, l. 30 aprile 1999, n. 130 «*realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni e titoli simili ovvero cambiali finanziarie, [...]*», frutto dei diversi interventi riformatori, da ultimo, ad opera dell'art. 1, comma 1090, l. 30 dicembre 2018, n. 145; sul punto v. L. MORELLO, R. TRIONTE, E. BRUGNOLI, *Le nuove disposizioni in materia di CDO*, in *dirittobancario.it*.

<sup>56</sup> V., oggi, gli artt. 7, comma *b-bis*) e 7.2, l. 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione di beni immobili e beni mobili registrati. Operazioni di questo tipo erano, tuttavia, già state sperimentate nell'ambito del patrimonio degli enti pubblici italiani nei primi anni Duemila (L. 23 novembre 2001, n. 410 e l. 27 dicembre 2002, n. 289), ed aventi ad oggetto la cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla vendita degli immobili.

<sup>57</sup> E' noto il caso dei diritti d'autore di alcuni cantanti statunitensi, v. G. BEL, *Cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, in *Impresa commerciale industriale*, 2003, nt. 18.

La prassi sembra, dunque, non manifestare limite alcuno alla possibilità di cartolarizzare<sup>58</sup>. Il che, però, non può essere vero in assoluto. In assenza di limitazioni positivamente indicate dal Legislatore, sia esso domestico che europeo, si tratta di capire se tali limiti siano ricavabili *aliunde*.

La dottrina non pare essersi fatta carico di riflessioni specifiche sul punto. Interrogandosi solo incidentalmente sulla questione, D. Galletti riferisce che «*ragionando con assets diversi dai crediti [...] in astratto è possibile cartolarizzare “qualunque elemento dell’attivo”*»<sup>59</sup>. Eppure, a ben vedere, almeno su un piano teorico, l’associazione diretta fra elementi dell’attivo e “cartolarizzabilità” non lascia soddisfatti. In primo luogo, non solo gli elementi dell’attivo potrebbero essere oggetto di cartolarizzazione: si pensi alla possibilità di procedere alla cartolarizzazione del trattamento di fine rapporto (iscritto al passivo)<sup>60</sup>. In secondo luogo, non tutti gli elementi iscritti all’attivo possono formare oggetto di cartolarizzazione: si pensi, come nel caso dell’ordinamento italiano, al divieto di realizzare un’operazione di cartolarizzazione mediante sottoscrizione o acquisto di titoli rappresentativi del capitale sociale<sup>61</sup>, con ciò escludendo la possibilità di procedere alla cartolarizzazione delle partecipazioni finanziarie che l’impresa dovrebbe esporre all’attivo<sup>62</sup>.

---

<sup>58</sup> Nel contesto internazionale cfr. anche M. MEGLIANI, *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, in *Diritto Commerciale Internazionale*, 2000, pp. 4-5 (nella versione online, estratta da banca dati *De Jure*); R. ELUL, *The economics of asset securitization*, in *Business Review – Federal Reserve Bank of Philadelphia*, 2005, che ricorda l’operazione sui diritti musicali dei c.d. Bowie bonds.

<sup>59</sup> D. GALLETTI, *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Enciclopedia del diritto*, 2008, p. 206.

<sup>60</sup> V. d.lgs. 19 giugno 1999, n. 299 in materia di cartolarizzazione del TFR, in merito al quale, lo stesso A., puntualizza «rispetto alla “cartolarizzazione” del TFR [d.lgs. 299/1999], posto che le due operazioni rivestono natura e finalità differenti: “trasformando” il TFR in titoli, infatti, l’originator cartolarizza un elemento del passivo, e non già dell’attivo ...» (in D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.*, p. 9, nt. 1).

<sup>61</sup> Cfr. art. 1, comma 1 *bis*, l. 30 aprile 1999, n. 130.

<sup>62</sup> V. art. 2424, comma 1, c.c. voce III – Immobilizzazioni finanziarie.

Sul tema, merita tuttavia un richiamo anche la riflessione di L. Carota che più che alla collocazione dell'*asset* rispetto al patrimonio dell'ente, si sofferma sulle caratteristiche degli attivi. In particolare, trattando specificamente dei crediti cartolarizzabili riferisce che «*carattere peculiare di tali crediti dovrà essere, pertanto, l'idoneità a generare flussi di cassa costanti e pluriennali, dovendosi con essi provvedere al rimborso dei titoli emessi ed alla corresponsione degli interessi relativi*»<sup>63</sup>.

Ebbene, mi pare che l'osservazione dell'Autrice possa valere in generale, e non solo per i crediti<sup>64</sup>. In questo senso, allora, si potrebbe assumere, e in una qualche misura *quivi* in modo conclusivo, che possa formare oggetto di un'operazione di cartolarizzazione qualsiasi attività finanziaria purché idonea a generare un flusso di cassa costante e pluriennale, salvo che l'ordinamento giuridico di riferimento non ne faccia divieto esplicito o implicito.

Sulla scorta delle precedenti osservazioni, e venendo a trattare dell'*originator*, tale ruolo potrà essere rivestito da qualsiasi soggetto – impresa o altro ente – che nell'esercizio dell'attività alla quale è preordinato “genera” attivi che, per le più svariate ragioni, valuta – ad un certo punto – possano essere destinati ad un'operazione di cartolarizzazione. In questo senso, allora, si può trattare di un ente privato, costituito in forma societaria o meno, ovvero un ente pubblico<sup>65</sup>. Ovviamente le imprese bancarie – e finanziarie in genere – si candidano con maggiore frequenza a rivestire tale ruolo dal momento che il perseguimento del loro oggetto sociale implica lo svolgimento di

---

<sup>63</sup> L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) E. Gabrielli, R. Lener, Torino, Utet, 2010, p. 1514.

<sup>64</sup> Cfr. anche P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 348 s.

<sup>65</sup> Mi pare, inoltre, che nulla confligga con la possibilità che possa assumere tale veste anche una persona fisica. In questo senso, e con riferimento al quadro normativo domestico, v. anche G. BEI, *op. cit.*, p. 1387, il quale che «*in merito ai caratteri dell'originator la legge è alquanto laconica e, in mancanza di indicazioni contrarie, si ritiene pertanto che si possa trattare di un ente pubblico o privato, costituito o meno in forma societaria (di persone o di capitali), come anche di una persona fisica*» (dello stesso avviso, G. TURRI, *op. ult. cit.*, p. 1495; D. GALLETI, *op. ult. cit.*, p. 206).

operazioni di finanziamento a favore di terzi (e ciò vale, a maggior ragione, per le banche commerciali, se si pensa che la loro operatività è caratterizzata notoriamente dal prendere a prestito sul breve periodo e concedere prestiti sul lungo periodo<sup>66</sup>). Eppure, il catalogo deve essere ampliato alle imprese commerciali, imprese finanziarie in genere, alle pubbliche amministrazioni e financo agli enti previdenziali<sup>67</sup>, come lo stesso ordinamento italiano ammette espressamente.

Come si avrà modo di vedere meglio nel Capitolo 4, il Legislatore europeo ha offerto una definizione di *originator* che, coerentemente con questo dato di fatto, si caratterizza per l'ampiezza e la neutralità dell'ambito soggettivo di applicazione, al punto che l'art. 2, n. 2 dispone che possa assumere tale veste qualsiasi «*soggetto che: a) in prima persona o per il tramite di soggetti connessi, direttamente o indirettamente, ha partecipato al contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore o del potenziale debitore che originano le esposizioni cartolarizzate; o b) acquista le esposizioni di un terzo per proprio conto e successivamente le cartolarizza*».

La (nuova) definizione europea, oltre a confermare l'impostazione "neutrale" osservata in altri ordinamenti in merito alla figura dell'*originator*, permette anche di chiarire che non è necessario che lo stesso abbia "generato" i rapporti poi oggetto di cartolarizzazione. Difatti, e alternativamente, *originator* può essere sia quel soggetto che abbia partecipato direttamente alla formazione del rapporto che ha dato origine alle esposizioni, sia quello che abbia partecipato solo indirettamente, «*per il tramite di soggetti connessi*». Inoltre, può

---

<sup>66</sup> Cfr. V. LEMMA, *The shadow banking system*, Milano, Hoelpli, 2016, p. 83, secondo il quale «*banks are able to provide one of the best raw materials to nurture the production chain of SFIs: the loan granted after the standard banking control procedure of the debtor*».

<sup>67</sup> E' il caso, ad esempio, delle operazioni di cartolarizzazione realizzate in Italia nell'ambito della disciplina speciale per l'INPS di cui alla l. 23 dicembre 1998, n. 448 (v. P. MESSINA, *op. cit.*, p. 115).

assumere la veste di *originator* anche quel soggetto che non abbia affatto, né direttamente né indirettamente, partecipato alla formazione delle esposizioni, purché poi ne abbia acquisito la titolarità da un terzo in forza di un negozio giuridico idoneo.

## IV.2

### LO SPECIAL PURPOSE VEHICLE E LA SEPARAZIONE PATRIMONIALE

Altro soggetto indefettibile in un'operazione di cartolarizzazione tradizionale è l'ente-veicolo (*special purpose vehicle*, d'ora in avanti, "s.p.v.").

La categoria degli enti-veicolo è ampiamente nota sullo scenario finanziario internazionale: "abitano" diversi ordinamenti (anche – e soprattutto – *off-shore*), operano sotto svariate sigle (v. anche *special purpose entities* (s.p.c.) o *special variable enterprises* (s.v.e.) e svolgono un ampio ventaglio di funzioni, trasversali a diversi settori (dalla pianificazione fiscale alla finanza strutturata, dalla gestione del rischio alle ristrutturazioni aziendali<sup>68</sup>).

L'ampiezza del fenomeno non agevola di certo la ricostruzione del "tipo" entro una ben definita categoria; tuttavia, mi pare che si possano individuare almeno due elementi preminenti che li accomunano, ovvero il fatto che – come vuole la stessa denominazione – sono costituiti in funzione di uno scopo ben preciso (*latu sensu* finanziario) e che tale scopo sia "servente" rispetto ai bisogni di un altro soggetto (*sponsor*), caratterizzandosi – per l'effetto – come entità strumentali o di mero servizio. Proprio la *vis* qualificante dello scopo-funzione che sono chiamate a svolgere permette poi di identificarle con maggiore precisione entro uno specifico contesto (così, ad esempio, nel nostro caso, si parlerà di società veicolo *per la cartolarizzazione*).

---

<sup>68</sup> Si v. AINUN NA'IM, *Special purpose vehicle institutions: their business natures and accounting implications*, in *Gadjah Mada Intenational Journal of Business*, 2006, vol. 8, pp. 2 e ss.

Ebbene, tradizionalmente, nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, l'ente-veicolo è chiamato a svolgere due funzioni: da una parte, ricopre il ruolo di acquirente/cessionario dei rapporti trasferiti dall'*originator*, realizzando così il processo di separazione patrimoniale di un determinato *pool* di attività finanziarie (*asset segregation*); dall'altra, quello di emittente titoli "coperti" dalle attività finanziarie sottostanti (*asset backed securities*, a.b.s.), permettendo, in questo modo, la "conversione" di attività illiquide in *asset* liquidi e la raccolta dei fondi necessari per l'acquisizione delle attività stesse.

La costituzione dello s.p.v. è, quindi, anzitutto, funzionale alla creazione di un patrimonio separato che, a sua volta, è possibile solo a fronte della cessione a titolo definitivo dei rapporti sottostanti (*true sale transaction*)<sup>69</sup>. Tale meccanismo di separazione opera in due direzioni diverse. Esternamente, nel senso che la parte di patrimonio dell'*originator* trasferita allo s.p.v. è destinata a comporre l'attivo patrimoniale di quest'ultimo e non potrà più essere aggredita dai creditori del primo. Internamente, nel senso che la quota parte di patrimonio dello s.p.v. rappresentato dalle attività trasferite resta distinta rispetto al patrimonio generale di quest'ultimo e non potrà essere distratta (anche solo parzialmente) od offerta a garanzia di altre operazioni poste in essere dalla stessa società veicolo<sup>70</sup>.

---

<sup>69</sup> S. L. SCHWARCZ, *The Alchemy of Asset Securitization*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1994, p. 135; P. COMUZZI, R. TASCIA, S. ZAMBELLI, *The alchemy of securitization. Evolution and perspectives*, in *Structured finance*, (a cura di) S. Caselli-S. Gatti, 2017, p. 10.

<sup>70</sup> Sotto questo profilo è opportuno richiamare anche le scelte compiute dal Legislatore domestico con la più volte rimaneggiata l. 30 aprile 1999, n. 130. Ai sensi dell'art. 3, lo s.p.v. assume la denominazione di *società per la cartolarizzazione dei crediti*. L'art. 1 attribuisce allo s.p.v. le funzioni tipiche sopra descritte, ossia quella di rendersi cessionario dei crediti (art. 1, comma 1, lett. a) ovvero sottoscrittore/acquirente delle obbligazioni o altri titoli (art. 1, comma 1 *bis*) oggetto di cartolarizzazione e, contestualmente, quella di soggetto emittente a.b.s. (art. 1, comma 1, lett. b). Anche nell'ordinamento interno l'impianto normativo si fonda anzitutto sul fatto che i flussi garantiti dalle attività cartolarizzate (in sostanza, il patrimonio separato) siano destinate esclusivamente al soddisfacimento dei prenditori degli a.b.s. nonché sul riconoscimento pieno dei principi generali della separazione patrimoniale (in deroga, quindi, al principio generale sancito dall'art.

La seconda funzione propria dello s.p.v. è quella relativa all'emissione di a.b.s., con la precisazione, tuttavia, che tale attività può essere svolta anche da un soggetto distinto (*issuer*). Attraverso l'emissione, lo s.p.v. mira ad ottenere i fondi per l'acquisto del *pool* di *asset*.

Ancora in un'ottica generale, si deve notare che dalle due generali funzioni poco sopra richiamate, discendono conseguentemente alcuni dei caratteri principali dell'operatività di uno s.p.v., in quanto strettamente funzionali al corretto svolgimento dell'operazione.

In primo luogo, lo s.p.v. è un ente di servizio o strumentale rispetto all'operazione di cartolarizzazione e, pertanto, non persegue uno scopo imprenditoriale autonomo<sup>71</sup>. Parimenti, lo s.p.v. è caratterizzato dall'esclusività dell'oggetto sociale, nel senso che all'ente è preclusa la possibilità di svolgere attività che non siano quelle riconducibili all'esecuzione dell'operazione di cartolarizzazione<sup>72</sup>. Sotto questo profilo, la *ratio* risiede nel tentativo di limitare il rischio insolvenza

---

2740 c.c.: secondo cui il debitore è chiamato a rispondere delle obbligazioni assunte con tutti i suoi beni presenti e futuri (e, quindi, con l'intero patrimonio), salvo i casi di limitazioni ammesse dalla legge). La norma in parola è, quindi, chiara nell'escludere che l'autonomia privata possa realizzare forme di separazione patrimoniale non ammesse dalla legge. In questo senso, nonostante non sia prevista esplicitamente, è pacifico che l'impianto normativo della l. 130 realizzi una deroga al principio generale sancito dall'art. 2740 c.c.; così, fra gli altri, A. GIANNELLI, *op. cit.*, 2002, pp. 920 e ss.; C. SCARONI, *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e Impresa*, 2005, pp. 1075 e ss.).

<sup>71</sup> F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *op. cit.*, i quali dal carattere meramente strumentale ne fanno derivare la considerazione che lo s.p.v. si presenta «*like a non-substantive shell entity*». Nel contesto italiano tale carattere ha fatto sorgere un ampio dibattito intorno alla natura imprenditoriale o meno dell'attività svolta da uno s.p.v. Alcuni commentatori hanno escluso totalmente la natura imprenditoriale (v. C. RUCCELLAI, *op. cit.*, 1995, pp. 116 ss.; P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 24-25), altri, invece, l'hanno esclusa limitatamente ai casi di s.p.v. funzionali ad una sola operazione di cartolarizzazione, difettando il requisito di professionalità (con conseguente riconduzione ad una terza categoria intermedia di imprese-professionisti v. A. TENCATI, *Le garanzie dei crediti*, Torino, Utet Giuridica, 2012, p. 117); altri ancora in maniera dubitativa avendo riguardo al carattere dell'etero-gestione e dell'etero-destinazione dei risultati dell'attività (A. GIANNELLI, *op. cit.*, pag. 932 e ss.).

<sup>72</sup> Con riguardo, invece, all'operatività dello s.p.v., da una parte, in piena aderenza con gli obiettivi generali dell'operazione, viene sancita l'esclusività dell'oggetto sociale perseguibile (art. 3, comma 1) funzionale a ridurre il rischio insolvenza, e, dall'altra, viene riconosciuta la possibilità per il singolo SPV di realizzare «*una o più operazioni di cartolarizzazione*» (SPV multi-comparto).



complessivamente associato all'ente veicolo; in questo modo, infatti, l'intera operazione di cartolarizzazione viene a "scontare" un rischio tendenzialmente corrispondente a quello associato agli *assets* sottostanti. Ciò significa, inoltre, che la struttura dello stesso ente è preordinata a limitare qualsiasi rischio insolvenza (*bankruptcy remote entity*)<sup>73</sup>.

Inoltre, dalla separazione patrimoniale (e dalla segregazione del portafoglio di attività) discende il carattere dell'azionabilità o esigibilità limitata dei diritti derivanti dagli a.b.s. (*limited recourse*; sul tema si v. *infra*), che si traduce nel fatto che lo s.p.v. risponderà nei confronti dei creditori dei titoli nei (soli) limiti del patrimonio separato, o meglio, del flusso finanziario generato dai sottostanti<sup>74</sup>.

Di contro, e fatte salve le scelte compiute dai singoli Legislatori nazionali, ai fini del successo dell'operazione, l'esperienza internazionale e domestica dimostrano che altri fattori non ricoprono particolare rilievo ai fini del successo dell'operazione.

In particolare, non è rilevante una determinata forma giuridica, ben potendo l'ente-veicolo assumere strutture molte diverse, anche di natura non societaria<sup>75</sup>. Parimenti, sotto il profilo patrimoniale, il dato combinato della mancanza di uno scopo autonomo, della sostanziale inesistenza di un'attività imprenditoriale (diversa dall'esecuzione

---

<sup>73</sup> S. L. SCHWARCZ, *op. cit.*, p. 135; P. COMUZZI, R. TASCA, S. ZAMBELLI, *op. cit.*, p. 11.

<sup>74</sup> Un problema specifico nel contesto domestico si è posto, tuttavia, sulla portata "unidirezionale" o "bidirezionale" della separazione patrimoniale ex l. 130. In assenza di un chiaro dato normativo, ci si è domandato, se sia possibile o meno per i portatori di a.b.s. di potersi soddisfare, eventualmente, *anche* sul residuo patrimonio dello s.p.v. La questione impatta inevitabilmente anche sulla natura dei titoli emessi che, come visto, nel contesto internazionale assumo la veste di titoli c.d. *limited recourse* (ad esigibilità limitata). Secondo un'interpretazione sistematica – che riflette, appunto, l'esigenza di mantenersi coerenti con tale schema internazionale – una simile possibilità andrebbe esclusa, circoscrivendo il patrimonio aggredibile dai portatori dei titoli ai soli ed esclusivi *asset* cartolarizzati e le somme da essi rivenienti (v. L. CAROTA, *op. cit.*, p. 1529-1531). *Contra*: G. GUERRIERI, *op. cit.*, e sulla scorta di un'interpretazione letterale A. GIANNELLI, *op. cit.*, pag. 920 e ss., il quale, inoltre, evidenzia che il carattere *limited recourse* dei titoli emessi deriverebbe, come da prassi contrattuale, dalla previsione di specifiche clausole e che, quindi, «*non è caratteristica imprescindibile e naturale dei titoli ABS*» emessi ai sensi della l. 130.

<sup>75</sup> Come già ricordato, è il caso dell'uso del s.p.v.-*trust fund* nella pratica anglosassone.

dell'operazione di cartolarizzazione) e la natura delle a.b.s. (quali titoli ad esigibilità limitata) finiscono per rendere sostanzialmente superfluo il tema della consistenza del capitale sociale. In questo senso, infatti, gli s.p.v. sono normalmente dotati di un capitale sociale nominale o, comunque, non si vedono imposte un particolare rapporto di adeguatezza fra l'ammontare dell'operazione eseguita e i mezzi patrimoniali propri (*thin capitalization*)<sup>76</sup>. Ancora, sotto il profilo degli assetti proprietari, non sono richieste particolari imposizioni circa gli assetti proprietari dell'ente in un'ottica di indipendenza dall'*originator* (ben potendo essere controllato dallo stesso). Infine, come peraltro dimostra l'esperienza italiana, non è neppure escluso che uno stesso ente-veicolo sia chiamato a realizzare una sola operazione (*"one-off" securitisation*), potendo assumere la fisionomia di s.p.v.-multi comparto (*multiseller securitisation conduits*).

E' sulla scorta di queste brevi premesse che si può ora riferire della (nuova) definizione contenuta all'art. 2, n. 3, Reg. (UE) n. 2402/2017, ai sensi del quale con società veicolo per la cartolarizzazione (s.s.p.e.) si intende «una società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente».

Così, in linea con gli elementi sopra evidenziati, lo s.s.p.e. "europeo" è, anzitutto, un soggetto funzionale alla segregazione del patrimonio dell'*originator* (attraverso la separazione patrimoniale) e costituito al (solo) scopo di effettuare un'operazione di cartolarizzazione (oggetto esclusivo). Manca, invece, il richiamo alla seconda funzione dello s.p.v. (l'emissione delle a.b.s.): il Legislatore europeo esclude la stessa fra le

---

<sup>76</sup> In linea con l'esperienza internazionale, anche nell'ordinamento italiano manca qualsiasi riferimento all'adeguatezza del capitale sociale in rapporto con il valore delle operazioni, con ciò ammettendo la costituzione di uno s.p.v. con il capitale sociale minimo richiesto dal modello selezionato.

funzioni essenziali, recependo il dato di fatto per cui da funzione delegabile è divenuta, nella prassi, funzione (quasi sempre) delegata. Infine, dalla (nuova) norma definitoria si ricava la conferma della neutralità della forma giuridica dello s.p.v. (al punto da risultare persino eccessivamente sfumata: «... o un altro soggetto») e il riconoscimento dell'opzione, per così dire italiana, dello s.p.v. multi-comportato («... allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni»).

### IV. 3

#### ASSET BACKED SECURITIES E LORO NATURA

Si è detto che a fronte del trasferimento degli attivi, lo s.p.v. emette strumenti finanziari conosciuti come *asset backed securities* (a.b.s.) e che questa attività – salvo il caso in cui non intervenga un ulteriore soggetto (*l'issuer*, sul quale al par. IV.5) – rappresenta la seconda funzione svolta dalla società veicolo nella dinamica dell'operazione. Ancorché brevemente, pare qui opportuno soffermarsi anche sulla natura di questi particolari strumenti finanziari (rinviando, invece, al successivo par. 5 per la trattazione circa le modalità di emissione e collocamento presso il pubblico dei risparmiatori).

Che cosa siano e come possano essere classificati è questione, tuttavia, di non pronta soluzione. E ciò a causa dell'ampia varietà delle forme giuridiche che assumono nelle diverse operazioni di cartolarizzazione osservabili sul mercato, ma anche della mancanza di un solido dato normativo che possa agevolare la ricostruzione del "tipo" entro le categorie classiche e conosciute. Difatti, nel contesto normativo unionale, come peraltro in quello domestico, risulta assente una puntuale definizione di a.b.s., lasciando così spazio ad un ampio e mai sopito dibattito sul punto<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> Ne è testimonianza il dibattito domestico che si confronta con un dato normativo sfuggente. Infatti, il Legislatore italiano si è limitato a prevedere che i titoli emessi

Anche il Legislatore europeo del nuovo Reg. (UE) n. 2042/2017 ha evitato di definire questi strumenti finanziari (*cf.* art. 2 dedicato alle definizioni), limitandosi ad un riferimento generico al concetto di “*titoli negoziabili*” (*considerando* n. 1) che disvela la volontà di lasciare all’autonomia privata la scelta su come conformare le a.b.s. E questa impostazione è indirettamente confermata, sempre nel contesto europeo, dal Reg. BCE n. 24 del 19 dicembre 2009 sulla raccolta di informazioni statistiche che definisce l’attività principale dello s.p.v. nell’emissione di «*obbligazioni, partecipazioni di fondi di cartolarizzazione, altri strumenti di debito e/o strumenti finanziari derivati*» (art. 1). Il Legislatore, insomma, a qualsiasi latitudine, sembra non voler “imbrigliare” il mercato entro schemi predefiniti, confermando che «[...] *In tema di cartolarizzazione tutto è possibile: non*

---

«*sono strumenti finanziari e agli stessi si applicano le disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 [...]*» (art. 2, co. 1, l. 130/1999), così come, in perfetta aderenza, nel Reg. Borsa Italiana si può leggere che «*per asset backed securities (ABS) si intendono quegli strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione [...]*» (Tit. 2.2., Capo 9, art. 2.2.30). Allo stesso tempo, però, da una parte, l’art. 5, comma 2, l. 30 aprile 1999, n. 130, nega l’applicazione alle a.b.s. delle norme in materia di obbligazioni emesse dalla s.p.a., e, dall’altra, l’art. 6, comma 1, le assoggetta allo stesso trattamento fiscale previsto per queste ultime. Sul punto, sebbene non unanimemente, la dottrina italiana sembra aver raggiunto un primo approdo nel negare alle a.b.s. la natura di titoli obbligazionari per tre ordini di motivi: *a)* il carattere dell’esigibilità limitata (*limited recourse*) delle a.b.s. sarebbe incompatibile con la fattispecie obbligazionaria che, invece, presupporrebbe che l’emittente risponda delle obbligazioni emesse con l’intero patrimonio; *b)* la non applicabilità per espressa previsione di legge delle norme in materia di obbligazioni societarie (art. 5, comma 2, l. 30 aprile 1999, n. 130); *c)* l’equiparazione sul piano del trattamento fiscale delle a.b.s. alle obbligazioni; previsione che – con argomento a contrario – non sarebbe stata necessaria qualora il Legislatore le considerasse tali (art. 6, comma 1, l. 30 aprile 1999, n. 130) (v. C. PROTO, *op. cit.*, p. 1173; G. RUMI, *op. cit.*, pp. 438 e ss.; D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, 2002, p. 115; P. MESSINA, *op. cit.*, p. 30). Nel senso, invece, di ricondurre ed assimilare le a.b.s. ai titoli obbligazionari, v. A. GIANNELLI, *op. cit.*, pp. 949 e ss. La tesi dell’A. poggia, fra l’altro, sul rilievo che il carattere *limited recourse* di tali titoli non sarebbe essenziale (né tantomeno un connotato ontologico), avendo, invece, origine contrattuale. In questo senso, infatti, l’A. sostiene che la segregazione patrimoniale opererebbe in via unilaterale, ovvero impendendo ai creditori terzi (rispetto a quelli coinvolti nell’operazione di cartolarizzazione) della s.p.v. di poter aggredire il patrimonio separato, ma non determinerebbe *ab origine* la possibilità per i portatori dei titoli di poter aggredire il “restante” patrimonio del s.p.v.

*c'è nessuna preclusione, in astratto, nemmeno all'emissione di vere e proprie azioni»<sup>78</sup>.*

A complicare poi le cose v'è anche un certo disallineamento terminologico: si è osservato, infatti, che in ambito internazionale il concetto di *asset backed securities* «non era né lo è tuttora usato soltanto per indicare un titolo riveniente da un'operazione di securitization, bensì qualsivoglia emissione assistita da una garanzia specifica, e specificatamente individuata, su un dato cespite dell'emittente», mentre nel nostro ordinamento «esso indica ormai esclusivamente il titolo emesso a fronte di una operazione di cartolarizzazione di crediti»<sup>79</sup>. Pertanto, ciò che in ambito internazionale vale ad indicare una categoria aperta di titoli negoziabili, in quello italiano finisce per indicare uno specifico strumento finanziario; senza – peraltro – che una così evidente traslazione di significato sia stata accompagnata da una definizione normativa che ne garantisca un ingresso “ordinato” entro il tessuto normativo italiano.

In ogni caso, come anticipato, si tende generalmente a giustificare i vuoti definatori con una esplicita volontà preminente del Legislatore di garantire agli operatori del settore più ampi margini di scelta, lasciando all'autonomia privata il compito, di volta in volta, di individuare il contenuto (e la natura) dei titoli<sup>80</sup>.

Le difficoltà, in tutti gli ordinamenti, di ricondurre in modo soddisfacente le a.b.s. entro i confini tipologici dei tradizionali strumenti finanziari non conduce, di per sé solo, a concludere nel senso di

---

<sup>78</sup> D. GALLETI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, p. 106.

<sup>79</sup> Così, E. GIRINO, «Asset backed securities», *quando i crediti cartolari si quotano in Borsa*, in *Amministrazione e Finanza*, 2000, p. 46.

<sup>80</sup> Rappresenta un esempio, come ricorda G. RUMI, *op. cit.*, nt. 122, la Circolare ABI n. 33 del 9 agosto 1999, nella quale l'Associazione invitava il Legislatore italiano a tenere in considerazione come una definizione della natura dei titoli oggetto di emissione sarebbe stata limitativa, a fronte di un panorama internazionale che conosce strutture molto diverse fra loro.

ricondurlo ad una sorta di strumento finanziario “*in bianco*” che, di volta in volta, gli operatori conformano alle strette esigenze del mercato.

Si può, infatti, tentare di fissare in positivo i caratteri distintivi degli stessi.

Partendo dal suo significato letterale, con *asset backed securities* si intende far riferimento a strumenti finanziari supportati – o meglio garantiti – dai flussi finanziari delle attività sottostanti. In questo senso, mi pare che i caratteri essenziali di tale prodotto finanziario possano essere individuati nella loro *a)* negoziabilità e *b)* esigibilità limitata nonché *c)* nel carattere derivativo del loro valore.

Sotto il primo profilo, le a.b.s. rappresentano certamente prodotti finanziari destinati a circolare ed essere oggetto di negoziazione (e, quindi, strumenti finanziari), il che, peraltro, è insito nello stesso scopo-mezzo dell'operazione di cartolarizzazione, che consiste nella conversione di valori finanziari non idonei a circolare in valori finanziari *marketable*. Pertanto, in astratto, non dovrebbe considerarsi tale l'operazione che realizza la conversione di attivi illiquidi in prodotti finanziari non trasferibili. La seconda caratteristica risiede nel fatto che le a.b.s. sono titoli il cui valore è influenzato e deriva dalla gestione e dall'andamento di un rapporto finanziario sottostante, per cui il pagamento degli interessi e il rimborso dipendono dallo stesso<sup>81</sup> (il che li avvicina ai contratti derivati di credito<sup>82</sup>). Infine, dal secondo carattere ne discende anche l'esigibilità (o azionabilità) limitata (*limited*

---

<sup>81</sup> F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *op. cit.*, «*These securities differ from a usual capital market instrument which is an exposure to the issuer's business. An asset-backed security is simply an exposure to a pool of specified assets. [...] investors in the asset-backed securities are exposed to the risks of the asset pool not the risks of the originator company's business*».

<sup>82</sup> D. GALLETI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, p. 111 ss. In questo senso, i derivati di credito che sembrano presentare maggiori affinità con le a.b.s sono la *credit linked notes* la cui particolarità consiste nel rischio di riferimento, vale a dire, nel fatto che il pagamento del capitale a scadenza e degli interessi è condizionato dal pagamento del capitale e degli interessi di un titolo di riferimento emesso da un terzo (v. C. RUCCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e crediti default swap*, in *Giur. Comm.*, 2012, p. 415 ss.).

*recourse*)<sup>83</sup>, ovvero che gli investitori possono fare affidamento solo sui flussi di cassa generati da questi ultimi e non sul patrimonio dell'emittente.

#### IV. 4

##### GLI INVESTITORI

L'ultima categoria di soggetti coinvolti in un'operazione di cartolarizzazione è quella rappresentata dagli investitori, ovvero i sottoscrittori delle a.b.s. che vengono emesse dallo s.p.v. (o da altro soggetto emittente, qualora vi sia una dissociazione fra s.p.v.-cessionario e s.p.v.-emittente).

La posizione degli investitori in una cartolarizzazione è del tutto peculiare.

Anzitutto, se confrontato con un investitore "ordinario", il sottoscrittore di a.b.s. si trova a dover valutare un investimento non considerando, come generalmente avviene, il grado di solvibilità dell'impresa emittente, bensì gli attivi oggetto dell'operazione (siano essi crediti o altre attività finanziarie). Pertanto, l'oggetto specifico dell'investimento è il flusso di cassa che deriva dagli stessi attivi e il rischio corrispondente è legato alla qualità degli stessi attivi, e si manifesta nella mancata riscossione e nel mancato incasso da parte del s.p.v.

Il paradigma di riferimento è dunque diverso e diverse sono le implicazioni.

In primo luogo, la valutazione del rischio di credito associato ad un portafoglio di attività finanziarie, piuttosto che ad un ente emittente, è più gravosa, il che implica diversi accorgimenti che vanno da una più

---

<sup>83</sup> Secondo C. RUCCELLAI, *op. cit.*, p. 114 e s. «l'espressione "limited recourse obligations", obbligazioni a esigibilità limitata, sta appunto ad indicare che né il soggetto emittente, né a più forte ragione altri soggetti, rispondono per il buon fine dei titoli emessi se non nei limiti del portafoglio separato dei "receivables", rafforzato con meccanismi di "credit enhancing"». Tale carattere «non è, a ben guardare, che il rovescio della medaglia della caratteristica di separatezza, di segregazione del patrimonio posto a garanzia delle obbligazioni stesse».

intensa regolamentazione sotto il profilo degli obblighi di *disclosure* al coinvolgimento e intervento di operatori terzi (agenzie di *rating*) che si affiancano in un primo momento all'*originator* suggerendo il giusto "allineamento" fra la struttura delle a.b.s. e la (potenziale) domanda sul mercato, e successivamente agli stessi investitori rendendo quella "valutazione sul merito creditizio" importante nell'orientare il mercato. Pur a fronte della peculiare difficoltà di "lettura" delle a.b.s., a quanto consta, non risultano particolari limitazioni nei diversi ordinamenti finanziari a che anche gli investitori non professionali possano investire nelle stesse. Scelta, peraltro, confermata anche dal Legislatore europeo che, a determinate condizioni, ammette la vendita al «*cliente al dettaglio*» (cfr. art. 3, par. 1, Reg. (UE) n. 2402/2017).

#### IV. 5

##### GLI ULTERIORI SOGGETTI C.D. SECONDARI

Come anticipato – e come, peraltro, avviene normalmente – ai soggetti descritti nei precedenti paragrafi possono affiancarsene altri che assumono funzioni specifiche rispetto alle diverse fasi nelle quali si sviluppa l'operazione di cartolarizzazione e che, di seguito, si andranno brevemente a richiamare.

Si tratta, beninteso, di soggetti che almeno teoricamente potrebbero essere completamente assenti; senza che ciò determini – di per sé solo – l'impossibilità di portare a termine un'operazione. In questo senso, si può quindi affermare che nel contesto operativo di una cartolarizzazione i primi (*originator*, s.p.v. ed investitori) rappresentano soggetti indefettibili (o primari) ai fini del corretto funzionamento della tecnica, mentre questi ultimi sono meramente eventuali (sebbene quasi sempre presenti).

Ebbene volgendo anzitutto lo sguardo al soggetto che detiene le attività destinate ad essere cartolarizzate e che abbiamo definito *originator*, potremmo, in realtà, trovarci a distinguere fra un prestatore originario



(*original lender*), ossia l'ente, di solito non-finanziario (ad es. un'impresa manifatturiera), che in ragione della sua operatività "crea" tali attività e lo *sponsor*, ovvero l'impresa finanziaria (intermediario bancario o finanziario) che acquista gli *asset* dal primo in funzione di un'operazione di cartolarizzazione. In questo caso, a rivestire il ruolo di *originator* o *asset seller* (in senso stretto) sarà proprio quest'ultimo, ovvero il soggetto che realizza il trasferimento delle attività a favore dello s.p.v. Tale possibile distinzione è ben presente nel Reg. (UE) n. 2042/2017 che definisce "prestatore originario" il soggetto che, direttamente o indirettamente (per il tramite di soggetti connessi) «*ha concluso il contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore*» e dalle quali hanno avuto origine le esposizioni cartolarizzate (art. 2, n. 20), mentre è assente nel contesto normativo domestico.

All'*originator*, specie se questo non è un ente finanziario, si affianca di solito un ulteriore soggetto, l'*arranger* (normalmente una banca d'affari). Quest'ultimo si inserisce nella fase di impostazione dell'operazione, essendo chiamato a svolgere un'attività di consulenza finalizzata alla decisione circa la possibilità o meno (anche in termini di convenienza) di procedere con la cartolarizzazione, definendo, in caso positivo, la struttura dell'operazione (le attività finanziarie, l'eventuale classamento dei titoli, il prezzo, le garanzie etc.) e accompagnando l'*originator* sino alla fine dell'operazione<sup>84</sup>.

Spostando l'attenzione allo s.p.v. si può notare come quest'ultimo possa, invece, vedersi "amputata" una delle due funzioni sopra richiamate (v. § IV.2), ovvero quella di ente emittente di a.b.s. In questi casi, quindi, lo schema si arricchisce di un ulteriore soggetto, l'*issuer*, deputato ad emettere i titoli sul mercato.

---

<sup>84</sup> V. anche P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 347, il quale sottolinea anche la possibile presenza di una società di *audit* che, operando nell'interesse dell'*originator*, contribuiscono alla valutazione (anche in termini di convenienza) dell'operazione.

Prima del collocamento sul mercato, particolare rilievo riveste l'attività svolta dalle agenzie di *rating* chiamate a valutare gli a.b.s., attribuendo loro, anche su *tranches* diverse, un *investment grade*. Questo tipo di attività è, inoltre, influenzata anche da quella svolta da un *credit enhancer*, ovvero il soggetto che, a fronte del pagamento di un premio, assicura l'esatto adempimento dei pagamenti che garantiscono il flusso di cassa e che, quindi, vanno a coprire il rischio di insolvenza. Si avrà modo di analizzare questo profilo nel corso della trattazione della fase dinamica (v. § V).

Ancora, nella fase di collocamento delle a.b.s., invece, si potrebbe aggiungere – come normalmente si “aggiunge” – l'*underwriter*, ovvero l'intermediario finanziario che svolge servizi di collocamento e sottoscrive tutte le a.b.s., per poi occuparsi del collocamento presso il pubblico risparmio.

Nella fase finale dell'operazione, invece, si possono inserire due ulteriori soggetti. Si tratta, in primo luogo, del *servicer*, ovvero l'ente preposto alla gestione dei flussi finanziari derivanti dai crediti o dalle altre attività finanziarie che fungono da *collateral* alle a.b.s. Tale funzione potrebbe, come non di raro accade, essere svolta direttamente dall'*originator* (che così mantiene un rapporto con i debitori ceduti ovvero i titolari dei titoli oggetto di cartolarizzazione) oppure da un soggetto diverso. Parimenti, in questa fase potrebbe inserirsi anche la figura del *liquidity provider*, ovvero il soggetto che offre liquidità allo s.p.v. nell'ottica favorire «*il rispetto delle scadenze nel pagamento dei flussi di cassa destinati agli investitori*» (art. 2, n. 14, Reg. (UE) n. 2042/2017).

Una novità fra i soggetti c.d. secondari, frutto delle scelte regolamentari compiute dal Legislatore europeo, è il «*repertorio di dati sulle cartolarizzazioni*», «*la persona giuridica che raccoglie e conserva in modo centralizzato le documentazioni sulle cartolarizzazioni*» (art. 2, n. 23, Reg. (UE) n. 2042/2017).

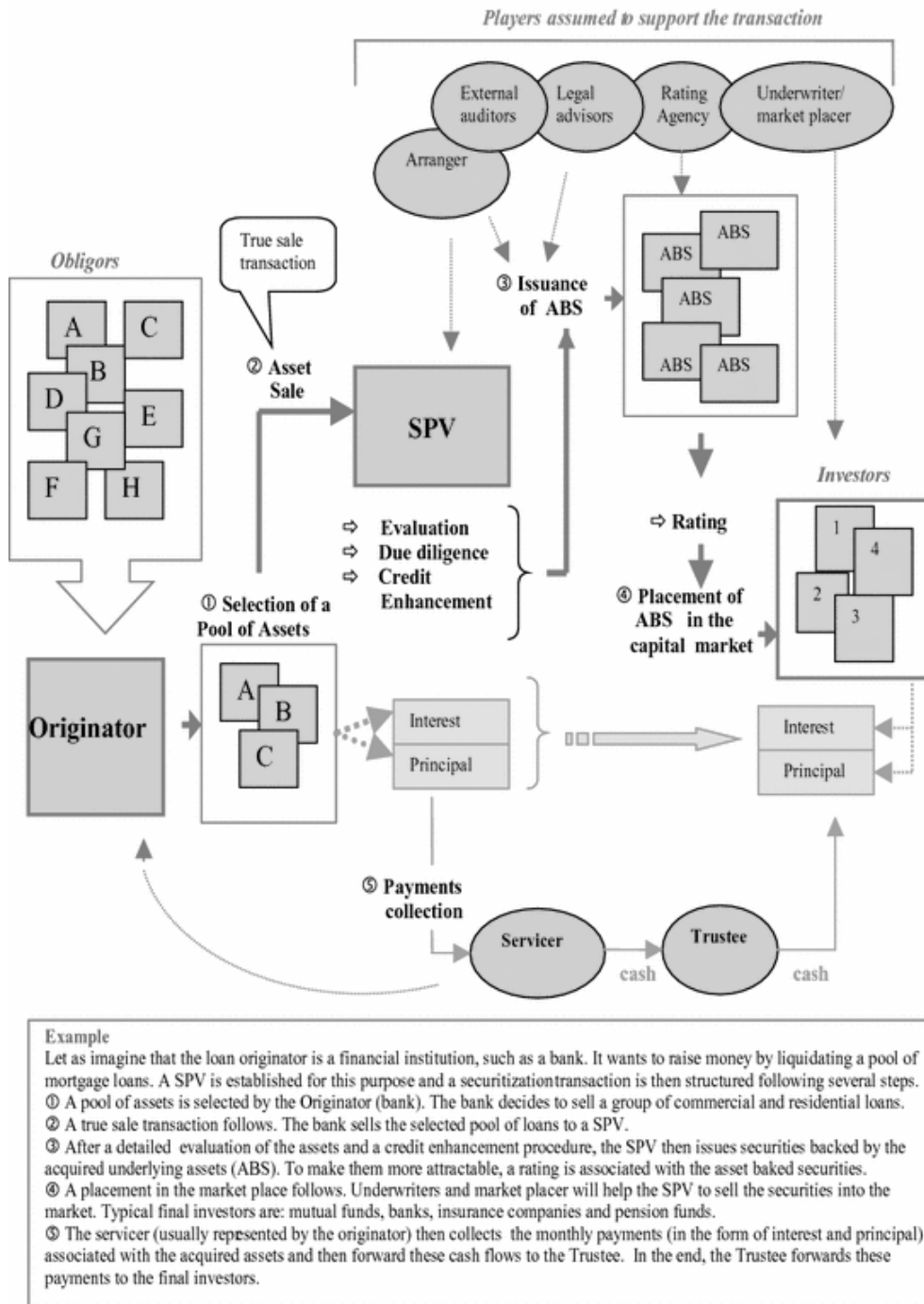


Fig. 2. Procedimento base della cartolarizzazione. Fonte: P. COMUZZI – R. TASCA – S. ZAMBELLI, *The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends in Structured finance: Techniques, Products and Market*, S. CASELLI – S. GATTI (a cura di), Springer International Publishing, 2005.

## LA CARTOLARIZZAZIONE IN UNA PROSPETTIVA DINAMICA

Sino ad ora la ricostruzione della tecnica finanziaria in esame è avvenuta su un piano statico. Date le premesse, è ora possibile analizzarla sotto un profilo, per così dire, dinamico (mantenendo come punto di riferimento la cartolarizzazione c.d. tradizionale secondo il modello tecnico della *pay-through*).

Le fasi in cui si sviluppa un'operazione di cartolarizzazione sono: *a*) analisi sulla fattibilità dell'operazione e selezione degli attivi destinati alla cartolarizzazione; *b*) trasferimento degli attivi allo s.p.v.; *c*) valutazione del merito creditizio (*rating*) e *credit enhancement*; *d*) emissione (e collocamento) delle a.b.s.; *e*) attività di *servicing*<sup>85</sup>.

La prima fase è preordinata all'analisi e alla selezione da parte dell'*originator* degli attivi da trasferire allo s.p.v. (*asset selection*). Ogni operazione, infatti, muove i primi passi da una preliminare valutazione in termini di costi-benefici. L'impresa che decidesse di valutare una simile operazione, di norma, richiede l'assistenza e la consulenza di un operatore specializzato chiamato anzitutto a verificare la fattibilità dell'operazione e, in caso positivo, a strutturare l'intera operazione individuando il blocco di attività oggetto dell'operazione, la divisione in *tranches*, il prezzo, eventuali garanzie richieste e via dicendo. Questa fase è "dominata" dall'*arranger* che si affianca appunto all'*originator*, supportandolo nell'impostazione complessiva dell'operazione<sup>86</sup>.

---

<sup>85</sup> Non v'è unanimità di vedute circa il numero di fasi in cui può essere organizzata un'operazione di cartolarizzazione. Ciascun A. tende a descrivere lo sviluppo dinamico della stessa secondo una propria personale distinzione in fasi: v., ad es., B. CASU, A. SARKISYAN, *op. cit.* (da estratto telematico: p. 15) che distingue ben cinque fasi, mentre P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 348 s. che ne individua tre.

<sup>86</sup> Sottolinea l'importanza di questo momento P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 35-37, segnalando che in questa fase si presenta il primo contratto "tipico" delle operazioni di cartolarizzazione, ovvero quello intercorrente fra *originator* e *arranger* riconducibile ad un contratto di mandato nel quale sono fissati gli elementi essenziali dell'operazione, e in particolare i costi (l'A. evidenzia, inoltre, come, nella pratica, tale negozio sia preceduto da una lettera di intenti non vincolante, ma destinata a fissare

E' in questa fase inoltre che l'operazione viene ad assumere i caratteri propri di un'operazione tradizionale, sintetica ovvero di auto-cartolarizzazione, a fronte della definizione degli obiettivi generali che l'*originator* intende perseguire (fra quelli visti § III). E, di norma, in questa fase preliminare viene anche individuato il soggetto che deve ricoprire la funzione di *servicer* che, come visto sopra, può anche essere ricoperto dallo stesso *originator*, continuando a gestire direttamente i rapporti con la propria clientela "ceduta".

Inoltre, come si avrà modo di chiarire più avanti nella trattazione, questa rappresenta anche una delle fasi più delicate dell'intera operazione ove si annidano alcune fra le storture più rilevanti osservate durante la crisi del 2007-08. E' in questo momento, infatti, che si possono manifestare eventuali fenomeni di selezione avversa ovvero che, nell'individuazione degli attivi da destinare allo s.p.v., vengano selezionati quelli con minore qualità mantenendo, invece, in bilancio quelli con i migliori profili<sup>87</sup>. Altra questione che investe questa prima fase risiede nel ruolo giocato dalle agenzie di *rating* che, sebbene teoricamente dovrebbero entrare in scena solo in una fase successiva per valutare la qualità delle a.b.s. (una volta emesse dallo s.p.v.), nella pratica intervengono già in questo momento per "accompagnare", sin dall'inizio, la strutturazione dell'operazione (rilasciando anche un preliminare giudizio, c.d. *shadow rating*, non destinato ad essere pubblicato).

Si vedrà come nel nuovo quadro regolamentare europeo disegnato dal Reg. (UE) n. 2402/2017, il Legislatore europeo abbia voluto indicare il canone generale dell'equivalenza dei criteri di concessione del finanziamento fra rapporti destinati ad essere mantenuti in bilancio e quelli destinati ad essere cartolarizzati, al quale l'*originator* è tenuto a conformarsi (art. 9), così regolamentando anche la fase di *selection asset*.

---

«i criteri generali cui l'arranger deve conformare il proprio operato» nell'organizzazione dell'operazione).

<sup>87</sup> B. CASU, A. SARKISYAN, *op. cit.*, p. 15 (da estratto telematico).

Appurata la fattibilità dell'operazione e selezionate le attività finanziarie destinate alla cartolarizzazione, secondo i criteri sopra menzionati, il passaggio successivo consiste nel trasferimento delle stesse allo s.p.v. precedentemente costituito, funzionale a garantire la separazione patrimoniale. E' la seconda fase dell'operazione.

A tal fine, nello schema tradizionale occorre realizzare una "vendita effettiva" (*true sale*). Alla luce del Regolamento si realizza una vendita effettiva ogni qualvolta lo s.p.v. acquisisce le esposizioni sottostanti «*tramite vendita o cessione effettiva o trasferimento avente gli stessi effetti giuridici in una maniera opponibile al venditore o a qualsiasi terzo*» (*considerando* n. 22 e art. 20, par. 1). In questo modo, l'ente veicolo viene a detenere la piena titolarità delle attività, in modo tale da poterle gestire liberamente: può decidere, di conseguenza, di venderle, trasferirle, cancellare o concedere garanzie sulle stesse senza il preliminare consenso dell'*originator*.

Si noti, però, che il trasferimento potrà avvenire non solo in un'unica soluzione, ma anche in momenti diversi, attraverso il meccanismo della rotazione, ovvero la sottrazione o aggiunta di esposizioni dal portafoglio di riferimento<sup>88</sup>.

Come visto sopra, in questo modo, si realizza la separazione dal patrimonio dell'*originator* e gli attivi trasferiti: pertanto, in caso di insolvenza del primo, gli organi della procedura non potranno vantare pretese sul *pool* di attivi ceduti. Specularmente, gli investitori non potranno far valere diritti né pretese contro l'*originator* per il caso in cui lo s.p.v. sia dichiarato insolvente ovvero nel caso in cui i debitori non adempiano le loro obbligazioni, mancando quindi di generare i flussi finanziari necessari al pagamento degli investitori.

Questo passaggio, tuttavia, è molto delicato e spesso volte messo in discussione o dalla scarsa tenuta delle strutture negoziali attraverso le

---

<sup>88</sup> Cfr. art. 2, nn. 15-16, Reg. (UE) n. 2402/2017.

quali dovrebbe essere realizzato il trasferimento o a causa delle condizioni implicite (non formalizzate) che gli *originator* tendono a “concedere” al fine di sostenere il corso dei prodotti cartolarizzati<sup>89</sup>.

In ogni caso, il trasferimento si realizza nella forma di un contratto di compravendita (*transfert agreement*) o di cessione di crediti (a seconda del tipo di sottostanti) che, a sua volta, è regolato dalla legge applicabile ai rapporti sottostanti oggetto del trasferimento. Il che implica una particolare attenzione all’impianto civilistico dell’ordinamento di riferimento, al fine di evitare che l’operazione venga successivamente riqualificata come un’operazione di finanziamento, priva del carattere della separazione patrimoniale.

Almeno idealmente, fra la fase di selezione degli attivi destinati ad essere trasferiti dall’*originator* allo s.p.v. e quella di emissione (e collocamento) delle a.b.s. si inserisce quella di “strutturazione” dell’operazione funzionale al collocamento delle stesse sul mercato. La “nostra” terza fase.

E’ in questo momento che devono essere coltivate tutte quelle riflessioni e assunte quelle decisioni in merito al grado di “appetibilità” potenziale delle a.b.s. sul mercato; il che significa “attribuirgli” un certo potenziale rendimento che, a sua volta, è funzione del grado di rischio associato all’operazione. Di conseguenza, è un passaggio obbligato che, prima dell’emissione, ci si adoperi per migliorare la “qualità” del merito creditizio dei sottostanti e/o per abbassare il livello di rischio complessivamente associato alla cartolarizzazione.

Nella prassi, le diverse modalità di valorizzazione dell’operazione vanno sotto il nome di tecniche di *credit enhancement*, e si è soliti distinguerle fra quelle che coinvolgono gli stessi soggetti che partecipano

---

<sup>89</sup> E’ un aspetto sul quale si soffermano B. CASU, A. SARKISYAN, *op. cit.*, (da estratto telematico: p. 16), secondo gli A. il trasferimento effettivo degli attivi allo s.p.v. può essere inficiato dagli stessi *originator*, i quali, al fine di garantire una migliore appetibilità dei titoli, finiscono per impegnarsi con gli investitori “fuori” dalla sede di negoziazione propria, attraverso «*non-contractual performance guarantees*».

all'operazione (*internal credit enhancement*) e quelle che, invece, coinvolgono soggetti terzi rispetto all'operazione (*external credit enhancement*), con implicazioni non indifferenti anche sotto il profilo dei costi<sup>90</sup>.

Nonostante siano largamente "praticate", il Legislatore europeo – come pure quello domestico<sup>91</sup> – manca di disciplinarle all'interno del Reg. (UE) n. 2402/2017<sup>92</sup>, limitandosi a generici richiami; con ciò confermando, da una parte, che per la disciplina (e l'interpretazione) dei contratti di garanzia eventualmente stipulati si dovrà fare riferimento agli istituti generali degli ordinamenti civilistici di riferimento e, dall'altra parte, che l'interazione fra tali garanzie e l'operazione di cartolarizzazione resta massimamente rimessa all'autonomia negoziale.

In sintesi, e iniziando a trattare le tecniche di valorizzazione c.d. interne, un primo strumento è quello che si realizza attraverso la costituzione di

---

<sup>90</sup> Si occupano del tema: F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *op. cit.*, pp. 7-8; B. CASU, A. SARKISYAN, *op. cit.*, pp. 19-20; A. DELIVORIAS, *op. cit.*, pp. 7 ss.; P. COMUZZI, R. TASCIA, S. ZAMBELLI, *op. cit.*, pp. 14-15. Nella dottrina giuridica italiana: G. RUMI, *Securitization in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, *op. cit.*; pp. 31 ss. (nella versione online, estratta da banca dati *De Jure*); D. SCANO, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in *Banca, borsa e Titoli di Credito*, 2006, pp. 87 ss.; L. CAROTA, *op. cit.*, pp. 1519 ss.

<sup>91</sup> L'unico (indiretto) riferimento sembra essere ricavabile dall'art. 2, comma 3, lett. f), l. 30 aprile 1999, n. 130, dal quale si evince che il prospetto informativo deve contenere «l'indicazione delle eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione». Criticamente sul punto, G. RUMI, *op. ult. cit.*, *op. cit.*; p. 34 (nella versione online, estratta da banca dati *De Jure*), il quale sottolinea che «Il legislatore [italiano] non ha ritenuto opportuno dilungarsi sulla natura e l'ampiezza delle garanzie accessorie. Allo stesso modo, non ha ricompreso i crediti degli external credit enhancers tra i debiti da soddisfare in via esclusiva da parte della società cessionaria attraverso le somme corrisposte dai debitori ceduti [...]». In questo modo, prosegue l'A. «Il giudizio espresso dalle società di rating sembra assurgere ad importanza fondamentale all'interno del modello italiano di cartolarizzazione fornito dalla legge n. 130 proprio per l'assenza di disposizioni regolanti la prestazione di garanzie». Giudizio che assume oggi una particolare rilevanza se si pensa alla "centralità" che la l. 30 aprile 1999, n. 130 attribuisce al giudizio rilasciato dalle agenzie di *rating* a fronte del contrario e nuovo approccio legislativo europeo (ed internazionale) volto, invece, a degradare l'"importanza" dei pareri delle agenzie nella valutazione delle operazioni.

<sup>92</sup> Anticipando qui quanto si dirà nel Cap. 4, nel Reg. (UE) n. 2402/2017 si occupa di imporre specifici obblighi di *disclosure*, garantendo che le informazioni sui «dispositivi di supporto al credito» siano messe a disposizione degli investitori (anche potenziali) oltre che delle Autorità di Vigilanza (cfr. art. 7, par. 1).



una semplice riserva di fondi (*cash reserve*) a disposizione dello s.p.v. per il caso di inadempienze. Una seconda forma di garanzia si può realizzare attraverso l'*excess spread* che consiste nell'uso del «*margin esistente tra gli interessi attivi provenienti dagli attivi cartolarizzati e gli interessi passivi pagati sui titoli più i costi di struttura per coprire le perdite che si manifestano nel portafoglio cartolarizzato*»<sup>93</sup> (anche in questo caso la somma "in eccesso" viene trattenuta in un *reserve account*, a cui lo s.p.v. può attingere nel caso in cui si verificano delle inadempienze o ritardi nei pagamenti).

Ancora, attraverso la diversa tecnica dell'*overcollateralization*, l'*originator* trasferisce allo s.p.v. un complesso di attività di valore superiore rispetto al valore nominale delle a.b.s. emesse<sup>94</sup>, anche in questo caso la differenza può essere posta a copertura di eventuali perdite. Nel caso in cui tutti gli investitori vengano poi soddisfatti, la differenza iniziale verrà "ritrasferita" all'*originator*.

Infine, entro la categoria delle forme di *internal credit enhancement* va ricondotta anche la forma più comune di garanzia che si realizza attraverso il frazionamento (o segmentazione, secondo il lessico del Legislatore europeo) dell'emissione di a.b.s. Il *tranching* comporta che i flussi di cassa generati dagli attivi sottostanti siano suddivisi in diverse classi di a.b.s., attraverso una struttura a più livelli, ciascuna dotata di una diversa *seniority*, ossia di un differente grado di postergazione rispetto alle altre.

Pertanto, ciascuna classe (o *tranche*) di a.b.s. ha specifiche caratteristiche in termini di subordinazione nella fase di pagamento (l'una rispetto all'altra), di *performance*, di rischio e, in definitiva, anche di *rating*. L'art. 2, n. 6, Reg. (UE) n. 2402/2017 individua nel «"segmento" (tranche): una frazione contrattualmente definita del rischio di credito

---

<sup>93</sup> E' la definizione offerta da L. CAROTA, *op. cit.*, pp. 1520, nt. 52.

<sup>94</sup> G. RUMI, *op. ult. cit.*, *op. cit.*; p. 33 (nella versione online, estratta da banca dati *De Jure*).

*associato a un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni, in cui ad una posizione detenuta nella frazione è associato un rischio di perdita del credito maggiore o minore rispetto ad una posizione dello stesso importo detenuta in un'altra frazione, a prescindere dalle protezioni di credito fornite da terzi direttamente ai detentori delle posizioni nella frazione o in altre frazioni».*

Questa "distinzione" per *tranche* permane dall'emissione sino alla conclusione del procedimento, ovvero al momento del pagamento a favore degli investitori (sia in fase di corresponsione degli interessi che in quella del rimborso), determinando una procedura di pagamento c.d. a cascata (*payments waterfall*): *senior*, mezzanine e *junior*, ove la prima ha priorità (nel pagamento) sulla seconda e la seconda sulla terza.

Per quanto riguarda le garanzie esterne, invece, si danno ulteriori differenti tecniche, tutte accomunate dal fatto che sono prestate da soggetti esterni all'operazione. Una prima e non troppo ricorrente forma è quella della classica polizza assicurativa sottoscritta con una compagnia assicurativa (*insurance monoline*), che si impegna in modo incondizionato e irrevocabile a corrispondere gli interessi e capitale investito in linea con il piano di pagamenti previsto originariamente, nel caso in cui lo s.p.v. non rispetti gli impegni assunti alle scadenze pattuite<sup>95</sup>. Un'ulteriore forma di garanzia consiste nel rilascio di lettere di credito da parte di intermediari bancari impegnandosi a rimborsare le perdite sino ad un massimo predeterminato<sup>96</sup>.

Tutte le tecniche sopra descritte, in un qualche modo, più o meno ampio, finiscono per mitigare lo specifico rischio di credito, ovvero quello di *default* connesso agli attivi cartolarizzati (*collateral risk*) ma, come noto, l'operazione di cartolarizzazione è soggetta anche a rischi diversi in relazione ai quali la prassi di mercato ha sviluppato tecniche di

---

<sup>95</sup> V. anche P. COMUZZI, R. TASCA, S. ZAMBELLI, *op. cit.*, p. 20. P. MESSINA, *op. cit.*, p. 55; F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *op. cit.*, p. 8

<sup>96</sup> B. CASU, A. SARKISYAN, *op. cit.*, p. 17 (da estratto telematico).

mitigazione del tutto peculiari che possono combinarsi – e normalmente si combinano – con le prime.

Il ventaglio è molto ampio. Qui, per brevità, si ricordano quelle volte a mitigare il rischio di liquidità attraverso accordi con operatori terzi che garantiscono linee di credito suppletive, funzione che può essere svolta dallo stesso soggetto incaricato dell'attività di riscossione (*servicer*; sul quale *infra*) o da altri intermediari bancari e finanziari<sup>97</sup>. O ancora, gli strumenti di protezione di mitigazione del rischio di tasso (si pensi agli attivi rappresentati da prestiti soggetti a tassi variabili<sup>98</sup>) così come la mitigazione dei rischi derivanti dai rimborsi anticipati (*prepayment risk*)<sup>99</sup>.

Strettamente connesso al tema del *credit enhancement* è poi quello della valutazione del merito creditizio del *pool* di attivi svolta da operatori terzi specializzati, al punto che la stessa adozione di strumenti di garanzia è influenzata dalle esigenze manifestate dalle agenzie di *rating* che intervengono già nella fase iniziale dell'operazione con l'obiettivo di definire la struttura ottimale della stessa in vista dell'emissione delle a.b.s. e loro collocamento sul mercato<sup>100</sup>. E tale ragionamento vale a prescindere dal fatto che l'ordinamento di riferimento preveda – come nel caso italiano<sup>101</sup> – o meno l'obbligatorietà del loro intervento, a fronte

---

<sup>97</sup> Sul tema: P. DE GIOIA CARABELLESE, *Securitization and structured finance: from shadow banking to legal harmonization?*, *op. cit.*, pp. 129 ss.

<sup>98</sup> V. P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 350 che sottolinea come l'eventuale diminuzione dei tassi di interesse influenza il rendimento delle stesse a.b.s.; cfr. anche G. RUMI, *op. cit.*, p. 30, nt. 106.

<sup>99</sup> Ne discutono F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *op. cit.*, p. 8, i quali evidenziano che soprattutto nei finanziamenti *retail* (su tutti i mutui ipotecari) l'eventuale pagamento anticipato da parte dei debitori può determinare problemi nella struttura dell'operazione di cartolarizzazione, venendo a mancare quel flusso pluriennale di pagamenti.

<sup>100</sup> Sul ruolo delle agenzie di *rating*, v. B. CASU, A. SARKISYAN, *op. cit.*, p. 17 (da estratto telematico), secondo i quali «*The nature and the amount of credit enhancements required to obtain the credit ratings sought for ABSs are determined by the rating agency and depend on characteristics and quality of underlying assets, but (importantly) not of the originator*».

<sup>101</sup> L'art. 2, comma 4, l. 30 aprile 1999, n. 130 dispone che per il caso in cui «*i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi*». Sul punto v. G. RUMI, *op. cit.*, p. 31 (nella versione online,

del fatto che anche nelle offerte rivolte ad investitori istituzionali il *rating* finisce per essere un requisito “imposto” dal mercato.

Una volta che l’operazione risulta definitivamente “strutturata” – anche eventualmente sotto il profilo delle garanzie (interne e/o esterne) – al trasferimento degli attivi allo s.p.v. segue la fase di emissione degli strumenti finanziari (a.b.s. in genere) e successivo collocamento sul mercato (primario), il cui successo è determinante per la buona riuscita dell’intera operazione in quanto è proprio in questo momento che l’ente veicolo raccoglie fra il pubblico degli investitori le risorse finanziarie necessarie da destinare all’*originator* a titolo di corrispettivo per il trasferimento dei sottostanti.

Dal punto di vista tecnico, è questo il momento nel quale si realizza quella “conversione” degli attivi trasferiti in strumenti finanziari che, come visto *supra*, rappresenta l’essenza stessa dell’operazione di cartolarizzazione. Inoltre, è sempre in questa fase che emerge in tutta evidenza la peculiarità dell’investimento in strumenti cartolarizzati rispetto agli altri strumenti finanziari: i potenziali sottoscrittori non valutano, infatti, tali strumenti «secondo i criteri tradizionali che orientano il depositante o l’investitore in titoli che non siano cartolarizzati; criteri che, ai fini del rimborso, si basano sostanzialmente sulla valutazione della solvibilità della controparte (banca o impresa emittente). I sottoscrittori in parola effettuato invece una doppia valutazione: (i) quella sui crediti ceduti [e, più in generale, sui sottostanti] in quanto sono questi, e non il patrimonio del veicolo, ad assicurare agli investitori che i loro crediti saranno onorati; (ii) quella sul complesso dei rapporti contrattuali, posti a presidio dell’operazione di cartolarizzazione»<sup>102</sup>. Il che, come si vedrà, ha delle implicazioni del tutto

---

estratta da banca dati *De Jure*); M. D. DI BAIA, *il rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *La cartolarizzazione*, (a cura di) P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, *op. cit.*, pp. 215 ss.

<sup>102</sup> P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, in *Studi sull’integrazione europea*, 2019, p. 342.

peculiari rispetto alla regolamentazione della “tipica” relazione fra emittente ed investitore.

L'emissione delle a.b.s. rientra fra le funzioni essenziali dello s.p.v., affiancato da un intermediario che svolge servizi di collocamento<sup>103</sup>. Tuttavia è ammissibile una dissociazione fra società veicolo e società emittente (come pure prevede l'ordinamento italiano<sup>104</sup> e come è prassi nel contesto internazionale<sup>105</sup>).

Lo sviluppo della fase in parola seguirà un andamento diverso a seconda che il collocamento sia pubblico ovvero privato (*private placement*); alternativa che implica a monte una scelta a sua volta influenzata da vari fattori di ordine operativo (ammontare dell'emissione), tecnico (qualità degli attivi cartolarizzati) e di mercato (possibile interesse di un vasto pubblico di investitori, anche *retail*), con conseguente maggiore o minore onerosità dell'operazione nel caso in cui si opti per un'offerta al pubblico.

Si pensi in questo senso alla legislazione di settore domestica che assume come presupposto che l'operazione venga realizzata mediante sollecitazione al pubblico risparmio<sup>106</sup>, riconnettendo in capo allo s.p.v.

---

<sup>103</sup> Si tratta, usualmente, dello stesso intermediario finanziario che ha affiancato l'*originator* in veste di *arranger* (anche attraverso un consorzio di collocamento); sulla centralità di questa figura nel buon andamento dell'operazione cfr. P. COMUZZI, R. TASCA, S. ZAMBELLI, *op. cit.*, p. 20.

<sup>104</sup> Cfr. art. 2, comma 2, l. 30 aprile 1999, n. 130 ove si legge «*La società cessionaria o la società emittente i titoli, se diversa dalla società cessionaria, redige il prospetto informativo*» (e anche art. 1, comma 1, lett. b), l'art. 3, comma 1, art. 5, comma 1). Nel silenzio del Legislatore, la dottrina si è domandata quali ragioni abbiano sorretto di tale scelta, concludendo nel senso che si tratta, con ogni probabilità, del riconoscimento di una prassi di mercato, anche autoctona (v. C. SCARONI, *op. cit.*, pp. 1075 ss.). La stessa A. sottolinea, tuttavia, che anche lo s.p.v. emittente dovrebbe possedere le medesime caratteristiche dello s.p.v. al quale sono stati trasferiti gli attivi cartolarizzati, a partire dall'esclusività dell'oggetto sociale. Particolari problemi, inoltre, si pongono in merito al rapporto intercorrente fra i due s.p.v. sia nei confronti dell'*originator* (dal momento che quest'ultimo è creditore dello s.p.v. al quale ha trasferito gli attivi e non dello s.p.v. emittente) sia nei confronti dei sottoscrittori di a.b.s. che sono creditori dello s.p.v. emittente e non dello s.p.v. cessionario (ancora, su questi problemi interpretativi ID., *op. cit.*, par. 3.1.).

<sup>105</sup> V. M. MEGLIANI, *op. cit.*, pp. 133 ss.

<sup>106</sup> Si v. D. GALLETTI, *op. cit.*, in *Enciclopedia del diritto*, p. 216, il quale sottolinea che nel disciplinare l'operazione di cartolarizzazione, il Legislatore italiano

l'obbligo di redazione del prospetto informativo, seppur graduato a seconda della natura dell'investitore<sup>107</sup>.

Alla chiusura della fase di emissione e collocamento delle a.b.s. corrisponde l'avvio dell'ultima fase dell'operazione che consiste nella gestione del portafoglio cartolarizzato, ovvero nella riscossione delle somme, nella gestione dei servizi di cassa e nel pagamento a favore degli investitori in a.b.s. (denominata *servicing*)<sup>108</sup>. Attività queste ultime che, come anticipato, possono essere svolte dallo stesso *originator* oppure da un soggetto terzo (*servicer*), definito dal Reg. (UE) n. 2402/2017 come «*il soggetto che gestisce un aggregato di crediti acquistati o l'esposizione creditizia sottostante su base giornaliera*» (art. 2, n. 13).

La scelta fra l'una e l'altra opzione ha delle implicazioni sull'intera struttura dell'operazione. L'affidamento all'*originator* dell'attività di *servicing* non è infrequente, anzi, in qualche modo, rappresenta la prassi, almeno a livello internazionale. Numerosi i benefici: dal punto di vista dei costi, l'assenza di un ulteriore soggetto terzo affidatario del servizio permette una significativa riduzione delle spese connesse

---

«*presupponendone senza dubbio la natura intrinsecamente sollecitativa [...] si affretta a dire che la società cessionaria (o l'emittente se diversa) redige il "prospetto informativo"*». Un problema diverso nel contesto normativo italiano è il caso di sottoscrizione di a.b.s. non sollecitata, sul quale P. MESSINA, *op. cit.*, pp. 29-30.

<sup>107</sup> La l. 30 aprile 1999, n. 130 distingue la disciplina relativa all'offerta di titoli da cartolarizzazione a seconda che si tratti di «investitori professionali» (art. 2, comma 3) ed «investitori non professionali» (art. 2, comma 4). Nel primo caso, la norma richiede la redazione di un prospetto informativo che contenga le informazioni (minime) elencate alle lett. a) – *i-bis*); nel secondo caso, invece, la norma richiede (in aggiunta) il rilascio di giudizio da parte di una società di *rating*. Sulle questioni in ordine al regime anzidetto cfr. G. RUMI, *op. cit.*, p. 30 (nella versione online, estratta da banca dati *De Jure*); T. DE VITIS, *Comma 2. Il prospetto informativo*, in *La cartolarizzazione*, (a cura di) P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, *op. cit.*, pp. 174 ss.; A. FERRARIS DI CELLE, *Comma 3, lettere a) e b)*, in *La cartolarizzazione*, (a cura di) P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, *op. cit.*; pp. 185 ss.; D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, pp. 82 ss.; F. MODULO, C. ZACCAGNINI, *op. cit.*, p. 6 (nella versione online, estratta da banca dati *Dottrina e Dottrine*); P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 363 s.

<sup>108</sup> Cfr. art. 2, comma 3, lett. c), l. 30 aprile 1999, n. 130, ai sensi del quale tale attività consiste nella «*riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento*». Si sono occupati del tema, *ex multis*, G. RUMI, *Le funzioni di servicing nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Diritto e Pratica Societari*, 2000, p. 20 ss.; D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, pp. 69 ss.; A. CINQUE, *Commi 6 e 3, lett. c). Il servicer*, in *La cartolarizzazione. Commento alla l. n. 130/99*, *op. cit.*, 234 ss.

all'operazione, dal punto di vista operativo, invece, l'*originator* mantiene rapporti diretti con i debitori ceduti, ovvero soggetti che ben conosce e che sono stati (e molto spesso continuano ad essere) propri clienti<sup>109</sup>. Ovviamente, siccome la cessione avviene di norma *pro soluto*, l'*originator* potrà svolgere tale servizio non in quanto (ancora) parte del rapporto originario ma in virtù di un contratto di gestione del portafoglio dei rapporti di credito sottoscritto con lo s.p.v.<sup>110</sup>.

Se sotto il profilo tecnico pare non sussistere alcun limite all'operatività di uno schema di questo tipo, ove l'*originator* continua nella (nuova) veste di *servicer* a tenere il rapporto con i debitori ceduti, è ben vero che questa opzione può essere impedita da speciali condizioni soggettive in capo al *servicer* richieste dall'ordinamento finanziario di riferimento. E' il caso italiano, ove l'esercizio di tale attività è riservata: l'art. 2, comma 6, l. 30 aprile 1999, n. 130 impone infatti che i servizi in parola possano essere svolti «*da banche e da intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto all'art. 106*» d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (t.u.b.) o dagli altri soggetti che abbiano ottenuto l'iscrizione nel suddetto albo<sup>111</sup>.

In questi casi, così come in tutti gli altri in cui non si ritenga di affidare la funzione di *servicer* allo stesso *originator*, tale attività può essere affidata ad un soggetto terzo (in regime di *outsourcing*). Qualora, infatti, l'attività

---

<sup>109</sup> Sui benefici dell'affidamento all'*originator* della funzione di riscossione, v. U. STEFINI, *op. cit.*, p. 567, il quale evidenzia la riduzione dei costi connessa anche all'assenza di (nuovi) oneri di contabilizzazione. Sul punto v. anche: C. MANTA, *Cartolarizzazione: analisi e ruolo di uno strumento di finanziamento alternativo*, in *Amministrazione e Finanza*, 2003, p. 3 (nella versione online accessibile in banca dati *Dottrina e Dottrine*); P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 354.

<sup>110</sup> Nella prassi internazionale è un dato abbastanza scontato, anche in ragione del fatto che non vi è una riserva di attività a favore di determinati soggetti. Così «*While the pool is transferred to the SPV [...], it has no infrastructure to actually manage the collections on the receivables. Logistically, the best party to continue to manage the collections is the originator company itself, as it has an existing franchise with the costumers. Consequently, the originator company typically continues to manage the collections and render other borrower services*» (F. J. FABOZZI, V. KOTHARI, *op. cit.*, p. 2).

<sup>111</sup> V. U. STEFINI, *op. cit.*, pp. 566-567. In senso critico, e con riguardo alla simile previsione contenuta nell'originario testo dell'art. 2, comma 6, v. G. RUMI, *op. cit.*, p. 16 (nella versione online, in banca dati *De Jure*) che evidenzia la portata «*eccessivamente protezionistica*» delle condizioni soggettive previste dalla norma in parola.

non sia svolta direttamente dallo s.p.v.<sup>112</sup> (anche per il caso di limitazioni previste dall'ordinamento di riferimento), essa può essere affidata ad una società di *servicing* specializzata che, a sua volta, qualora previsto nel contratto potrà delegare tale funzione ad altre società (*sub-servicers*<sup>113</sup>).

In ogni caso, la scelta sul soggetto al quale affidare la funzione di *servicing* ricade sullo s.p.v., a quel punto titolare dei rapporti sottostanti. Il rapporto fra s.p.v. e *servicer* è regolato da un negozio giuridico che, in senso lato, viene definito di contratto di *servicing*, e i cui connotati e la cui qualificazione sono influenzati dall'ordinamento civilistico di riferimento<sup>114</sup>. In merito al contratto in parola non è infrequente la presenza di clausole che riconoscano a favore del *servicer* anche il potere di rappresentare lo s.p.v. in tutte le attività connesse con la gestione del rapporto sottostante (ivi inclusi, ad es., i poteri di agire o resistere in giudizio<sup>115</sup>).

Per quanto riguarda il pagamento e la distribuzione delle somme, queste attività possono essere svolte direttamente dal *servicer* oppure dallo s.p.v. che si vede retrocedere le somme raccolte dal primo ed effettua i pagamenti a favore dei sottoscrittori di a.b.s. alle scadenze pattuite.

---

<sup>112</sup> Sull'ammissibilità nell'ordinamento italiano che la funzione di *servicer* sia svolta dall's.p.v., presupposta la conformità alle condizioni soggettive indicate all'art. 2, comma 6, sopra citato, F. MODULO, C. ZACCAGNINI, *op. cit.*, p. 7 (nella versione online, estratta da banca dati *Dottrina e Dottrine*); P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, Relazione 10 giugno 2000, Convegno "La cartolarizzazione dei crediti", Università di Foggia, in *Rivista di diritto civile*, 2001, p. 267; A. CINQUE, *op. cit.*, p. 236.

<sup>113</sup> Di questa possibilità dà conto P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 354, il quale, allo stesso tempo, esclude che il ruolo di *servicer* (o di *sub-servicer*) possa essere ricoperto da una società di *factoring*, «le quali [...] pur svolgendo anch'esse in via esclusiva attività di gestione di crediti, generalmente operano (almeno per quanto concerne la forma del contratto testè menzionato che trovato applicazione nell'Europa continentale) in relazione a poste attive delle quali si sono rese cessionarie; il loro intervento in un'operazione di cartolarizzazione, di conseguenza, sarebbe incompatibile con la struttura del procedimento, nel quale la titolarità dei crediti deve permanere in capo alla società veicolo».

<sup>114</sup> Così nell'ordinamento italiano, tale tipo di contratto viene ricondotto e qualificato come mandato all'incasso, cfr. G. TURRI, *op. cit.*, p. 1495; D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *op. cit.*, p. 71; P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 354.

<sup>115</sup> Ancora, v. G. TURRI, *op. cit.*, p. 1495; D. GALLETTI, *op. cit.*, in *Enciclopedia del diritto*, p. 211; P. BONIZZONI, *op. cit.*, p. 354.



In entrambi i casi, si possono tuttavia verificare problemi di liquidità, tali per cui le somme riscosse non sono sufficienti, almeno temporaneamente, a far fronte agli impegni di cassa nei confronti degli investitori. Per queste evenienze, la prassi internazionale prevede che lo s.p.v. possa accedere ad una linea di credito *ad hoc*, anche da parte dello stesso *servicer* (che viene ad assumere anche la veste di *liquidity facility provider*), di cui il Reg. (UE) n. 2402/2017 dà conto definendo linea di liquidità «*la posizione verso la cartolarizzazione derivante da un accordo contrattuale per l'erogazione di fondi volti a garantire il rispetto delle scadenze nel pagamento dei flussi di cassa destinati agli investitori*» (art. 2, n. 14)<sup>116</sup>.

Sulle modalità di pagamento, invece, occorre distinguere a seconda che l'operazione – usando il lessico del Legislatore europeo – sia o meno segmentata: difatti, nelle operazioni strutturate in *tranches* la distribuzione delle somme riscosse avviene seguendo la struttura a cascata (*waterfall structure*): prima i titolari di a.b.s. della *tranche senior*, poi quelli subordinati e, infine, i titolari di *tranche junior*.

Da ultimo, occorre dare conto della possibilità che dalla gestione dei rapporti cartolarizzati derivi una differenza positiva fra quanto deve essere corrisposto ai titolari delle a.b.s. (capitale e interessi) e le somme raccolte in fase di riscossione. In questi casi, l'eccedenza è destinata a coprire i costi dell'operazione, intendendosi ricompreso anche il corrispettivo per lo s.p.v. Tuttavia, non è inusuale la presenza nel contratto con il quale è stato definito il trasferimento degli *assets* cartolarizzati allo s.p.v. di clausole che attribuiscono all'*originator* il diritto di vedersi corrisposta tale differenza positiva, a titolo di integrazione del prezzo (inizialmente pattuito) per il trasferimento delle attività<sup>117</sup>.

---

<sup>116</sup> V. F. MODULO, C. ZACCAGNINI, *op. cit.*, p. 7, nei termini di apertura di credito (*liquidity facility*).

<sup>117</sup> Danno conto di questa possibilità, D. GALLETTI, *op. cit.*, in *Enciclopedia del diritto*, p. 211 e U. STEFINI, *op. cit.*, p. 567.

## CAPITOLO II

### LA CRISI FINANZIARIA E IL RUOLO DELLE CARTOLARIZZAZIONI

«[...] *the turmoil is best seen as a natural result of a prolonged period of generalised and aggressive risk-taking, which happened to have the sub-prime market at its epicentre* [...]»

C. BORIO

*The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy consideration*, BIS Working Paper, 251, Marzo 2008

**SOMMARIO:** I. LE CAUSE PROFONDE DELLA CRISI FINANZIARIA; II. L'INNESCO: *SECURITISATIONS* E CRISI; III. E' «COLPA» DELLE REGOLE? III.1 DETERIORAMENTO DELLA QUALITÀ DEGLI ATTIVI CARTOLARIZZATI E MODELLO O.T.D.; III.2 ATTIVI CARTOLARIZZATI IN CONDIZIONI DI PARTICOLARE “SENSIBILITÀ” A FATTORI ESOGENI; III.3 ASIMMETRIE INFORMATIVE: UN MARKET FOR “LEMONS” PROBLEM; III.4 TRASPARENZA NELLA VALUTAZIONE E RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING; III.5 TRASPARENZA NEI MERCATI SECONDARI E TRASPARENZA POST TRADING; III.6 TRASPARENZA NELLA DISTRIBUZIONE DEI RISCHI.

\*\*\*

Nelle pagine che seguono si intende offrire un quadro sintetico del ruolo svolto dalle cartolarizzazioni nella crisi finanziaria del 2007-2008, e va pertanto letto a mò di premessa del successivo Capitolo III, ove invece ci si propone di individuare ed indicare le linee di *policy* tracciate, e poi implementate, nella più vasta *reform agenda* del sistema finanziario mondiale post crisi.

Difatti, solo la preliminare ricognizione dei fallimenti di mercato

osservati dalla dottrina economica – la cui individuazione ed analisi orienta costantemente il Legislatore nella selezione delle misure correttive – può permettere al commentatore e all’interprete di valutare concretamente l’intervento normativo<sup>118</sup>.

Così, facendo leva sulle (e ampio rinvio alle) conclusioni alle quali sono giunti gli economisti, è mio specifico intendimento porre anzitutto nella giusta prospettiva il ruolo “giocato” dalle dinamiche degenerative osservate nel mercato delle cartolarizzazioni rispetto alle più ampie determinanti della crisi (§ I). A seguire, invece, si tenterà di esplicitare in che modo le operazioni di cartolarizzazione abbiano rappresentato lo strumento attraverso il quale rispondere all’ampia domanda presente sul mercato di nuovi prodotti ad alto rendimento e come i plurimi fallimenti nel mercato delle *securitisations* abbiano innescato la crisi globale (§ II).

Da ultimo, infine, si verificherà, alla luce del dibattito di quegli anni, se oltre al fallimento del mercato vi sia stato o meno un fallimento delle regole (§ III), che rappresenta, d’altronde, il punto di partenza del giurista, chiamato ad aggiustare ciò che si è rotto.

## I

### LE CAUSE PROFONDE DELLA CRISI FINANZIARIA

Il decennio (e oltre) ormai trascorso permette – favoriti da una prospettiva storicizzata<sup>119</sup> – di cogliere in modo più agevole e nella sua

---

<sup>118</sup> Un insegnamento, quest’ultimo, recentemente rievocato in un contesto più generale da R. COSTI, *Diritto commerciale. Una conversazione*, (con) F. Vella, L. Enriques, Bologna, Il Mulino, 2019, pp. 23-24, il quale ricordava che «*sul piano interpretativo è necessario individuare le situazioni di fatto nelle quali sono state dettate le norme («la natura delle cose») e cogliere le scelte di politica legislativa trasfuse nelle soluzioni giuridiche dei problemi concreti che il legislatore era chiamato a risolvere»*.

<sup>119</sup> Su tutti, v. C. M. REINHART, K. S. ROGOFF, *This time is different*, Princenton-Oxford, 2009, Princeton University Press (ed. italiana: *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Bari, Il Saggiatore, 2010) i quali offrono un’analisi quantitativa delle

interezza la complessità delle cause e dei sottostanti della crisi economia di inizio Secolo.

Esula certamente dagli obiettivi di questo lavoro una ricognizione puntuale dei fenomeni economici e sociali che hanno dato origine alla crisi. Purtuttavia, un breve cenno è dovuto al fine di contestualizzare il ruolo assunto dalle *securitisations* e fissare un primo punto fermo: l'associazione univoca e diretta fra crisi finanziaria e mercato delle cartolarizzazioni è errata e fuorviante.

Invero, è un dato acquisito che la crisi finanziaria globale, almeno nel suo decorso iniziale nell'area trans-atlantica, sia il risultato di una bolla del mercato immobiliare statunitense (e non solo)<sup>120</sup> caratterizzata da una traiettoria lunga – più che decennale – e scoppiata nel corso del 2007, quando sul segmento maggiormente esposto al rischio *default*, ovvero quello dei mutui ipotecari c.d. *subprime*, si sono iniziati ad osservare aumenti progressivi dei tassi di insolvenza.

L'indagine intorno al *che cosa* abbia alimentato questa bolla è oggetto di innumerevoli contributi scientifici e saggi divulgativi, ma le conclusioni sono largamente orientate nel senso di rispingere qualsiasi tentativo di *reductio ad unum* delle cause della crisi<sup>121</sup>.

---

crisi finanziarie, nelle loro diverse manifestazioni, che si sono susseguite in circa otto Secoli di storia. La V° Parte è interamente dedicata alla crisi dei mutui *subprime*.

<sup>120</sup> Sulle determinanti della bolla immobiliare, si rinvia, fra gli altri, a G. B. GORTON, *The panic of 2007*, in *National Bureau of Economic Research (NBER) working paper series*, n. 14358, 2008; R. J. SHILLER, *The subprime solution. How today's global financial crisis happened, and what to do about it*, 2008, Princeton University Press (ed. italiana: *Finanza shock*, Milano, 2008); A. MIAN, A. SUFI, *La casa di debito: alle origini della grande recessione*, Bari, 2015. V. anche FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *Final report of the National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*, 2011 (disponibile in: [gov.info@gov](http://gov.info@gov)).

<sup>121</sup> V., *ex multis*, A. GREENSPAN, *The age of turbulence*, Londra, Penguin Books, 2007; T. PADOA-SCHIOPPA, *La veduta corta*, Bologna, Il Mulino, 2008; M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, Laterza, 2009; H. M. PAULSON, *On the brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*, New York, Hachette Books, 2010; F. VELLA, *Capitalismo e finanza. Il futuro tra rischio e fiducia*, Bologna, Il Mulino, 2011, pp. 45-50; M. MAGATTI, *La grande contrazione. I fallimenti della libertà e le vie del suo riscatto*, Milano, Feltrinelli, 2012; T. GEITHNER, *Stress test: reflections on financial crises*, New York, Business Books, 2014; B. BERNANKE, A. OLIVIERI, *La Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni*, Bari, Il Saggiatore, 2014; B. BERNAKE, *The courage to act: a memoir of a crisis and its aftermath*, New York-

L'interpretazione corrente è, infatti, nel senso di ricondurla ad una pluralità di dinamiche, siano esse finanziarie, politiche, istituzionali, monetarie e regolative<sup>122</sup>. In *The crisis of 2007-09: nature, causes, and reactions*, R. M. Lastra e G. Wood tentano di fare un po' di ordine. Secondo i due studiosi è possibile ricondurre le matrici della crisi finanziaria almeno entro dieci aree di indagine, ovvero: *i*) nei persistenti squilibri macro-economici; *ii*) in una politica monetaria espansiva; *iii*) nelle carenze nella regolamentazione e nella vigilanza; *iv*) nella teoria del *too-big-to-fail*; *v*) nelle degenerazioni del mercato delle cartolarizzazioni; *vi*) nello *shadow banking system* e nell'assenza di regolamentazione su mercato dei derivati, attività di agenzie di *rating* e *hedge funds*; *vii*) nei fallimenti dei sistemi di *corporate governance*; *viii*) nelle mancanze osservate sui sistemi di *risk-management*, nell'abbassamento dei criteri qualitativi nella concessione del credito, nell'eccesso di leva finanziaria e nella complessità dei prodotti finanziari; *ix*) nelle "debolezze umane" (avidità, euforia etc...); nonché, infine, *x*) negli erronei assunti dalle teorie economiche dominanti.

D'altronde, questa è anche l'impostazione offerta nell'immediato dai rapporti elaborati dalle istituzioni finanziarie globali e destinati ad orientare le scelte dei *policy maker* sul medio-lungo periodo. Su tutti il Rapporto dell'Aprile 2008 dell'allora *Financial Stability Forum* (FSF), *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari*, che, in apertura, sintetizzava così le determinanti della crisi: «*Le turbolenze registrate*

---

Londra, W. W. Norton & Company, 2015; M. KING, *The end of alchemy: money, banking and the future of the global economy*, Londra, Little Brown, 2016; A. TOOZE, *op. cit.*; pp. 161 e ss.; B. S. BERNANKE, T. F. GEITHNER, H. M. PAULSON, *Firefighting. The financial crisis and its lessons*, Londra, Profile Books, 2019.

<sup>122</sup> In una prospettiva differente si pone, invece, R. J. SHILLER, *op. cit.*, pp. 28 ss., il quale "degrada" tutti i fattori della bolla immobiliare a meri riflessi o "prodotti" della bolla stessa, ivi compresa la politica monetaria accomodante condotta dalla FED di Alan Greenspan. In particolare, supportato dalle teorie dell'economia comportamentale, l'A. presenta la tesi del «*contagio sociale*», indicando quale causa prima della bolla immobiliare la credenza diffusa fra gli operatori di mercato, gli investitori e le istituzioni finanziarie dell'aumento costante ed irreversibile dei prezzi delle case sul lungo periodo.

*nell'estate 2007 hanno fatto seguito ad una eccezionale crescita del credito e del leverage nel sistema finanziario. Un lungo periodo di condizioni economiche e finanziarie favorevoli ha finito per aumentare il rischio che prenditori e investitori erano disposti a correre. Gli intermediari hanno reagito espandendo il mercato delle cartolarizzazioni del rischio di credito e sviluppando in modo aggressivo il modello originate-to-distribute dell'intermediazione finanziaria. Il sistema è diventato sempre più dipendente dagli standard di sottoscrizione degli originators e dal comportamento delle agenzie di rating».*

La crisi è, quindi, il risultato di una miscela esplosiva. La combinazione di una politica monetaria espansiva (che ha garantito elevati livelli di liquidità e tassi di interesse contenuti), della conseguente domanda sul mercato di elevati rendimenti da parte degli investitori (e speculare assunzione di maggiori rischi), associata ad un ampio ricorso alla leva finanziaria (sia da parte degli investitori, soprattutto famiglie, sia da parte degli intermediari finanziari); di una concentrazione di investimenti nel settore immobiliare statunitense (ma anche europeo), che hanno dato origine ad una vera e propria "bolla"; il tutto alimentato da un preciso indirizzo politico (a partire dal *Dream Downpayment Act*)<sup>123</sup> e dalle innovazioni finanziarie di prodotto (cartolarizzazioni tradizionali e sintetiche) e del modello di *business* (OTD – *originate to distribute*).

---

<sup>123</sup> Cfr. A. TOOZE, *op. cit.*, pp. 55 e s.; S. L. SCHWARCZ, *Keynote address: understanding the subprime financial crisis*, in *South Carolina Law Review*, 2009, vol. 60, p. 550, S. L. SCHWARCZ, *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in *The Journal of Corporation Law*, 2013, vol. 39, p. 133. G. KRIPPNER, *Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*, Cambridge, Harvard University Press, 2012.

## II

### L'INNESCO: SECURITISATIONS E CRISI

Sebbene le considerazioni svolte nel paragrafo precedente inducano a ridimensionare il peso effettivo delle operazioni di cartolarizzazione nella più generale dinamica generativa della crisi, nondimeno le stesse vanno esenti da responsabilità<sup>124</sup>.

In breve, i processi di *securitisations* hanno rappresentato lo strumento attraverso il quale il mercato ha assecondato la famelica domanda di lauti rendimenti e la correlativa esigenza da parte dei prestatori di un'efficace gestione del rischio. Da una parte, infatti, gli investitori potevano apprezzare strumenti di debito supportati (*rectius*, garantiti) dall'*asset* per eccellenza (gli immobili). La tecnica del *tranching* sembrava poi garantire una buona gestione del rischio associato alla singola emissione e l'apposizione del "bollino di qualità" da parte delle agenzie di *rating* chiudeva il cerchio<sup>125</sup>. Dall'altra parte, invece, gli intermediari finanziari avevano la possibilità di "scaricare" il rischio associato ai nuovi prestiti sul mercato, facendo spazio nei loro bilanci a

---

<sup>124</sup> Sul rapporto fra cartolarizzazioni e crisi, v., *ex multis*, A. MILNE, *The fall of the house of credit: what went wrong in banking and what can be done to repair the damage?*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009; K. EGGERT, *The great collapse: how the securitization caused the subprime meltdown?*; in *Connecticut law review*, n. 41 2009, p. 1257 e ss.; F.S. MISHKIN, *Over the cliff: from the subprime to the global financial*, in *Journal of economic perspectives*, n. 25, 2011, pp. 49 e ss.; F. CAPRIGLIONE *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*; in *Concorrenza e Mercato*, 2012, pp. 867 e ss.; O. AKSELI, *Securitisation, the financial crisis and the need for effective risk retention*, in *European business organization law review*, n. 14, 2013, pp. 5 e ss.; M. SEGOVIANO, B. JONES, P. LINDNER, J. BLANKENHEIM, *Securitisation: lessons learned and the road ahead*, *International Monetary Fund Working Paper*, 2013, n. 255, pp. 8 ss.

<sup>125</sup> Come ricorda A. TOOZE, *op. cit.*, pp. 58 e ss., 67: larga parte delle *tranches* poteva vantare i più alti rating (la famosa "tripla A"), indicando un basso livello di rischio, al pari dei *bonds* emessi dal Tesoro americano, il che li rendeva appetibili anche agli investitori istituzionali più prudenti (su tutti, i fondi pensione) e agli investitori stranieri di Paesi *in surplus* (su tutti, i cinesi). La forte appetibilità di tali prodotti da parte di fondi di investimento e fondi pensione è ricordata anche da B. G. BUCHANAN, *Securitization: a financing vehicle for all seasons?*, in *Journal of Business Ethics*, 2016, vol. 138, p. 568.

nuove operazioni attraverso la costituzione di società veicolo, senza sopportare particolari oneri contabili né regolamentari.

L'innesco. Quando i tassi di insolvenza iniziarono ad aumentare (soprattutto sul segmento *subprime*) e il valore degli immobili a calare a picco, le agenzie di *rating* hanno rapidamente rivisto al ribasso i loro giudizi sulle a.b.s. A questa repentina svolta seguì una generalizzata perdita di fiducia da parte degli investitori nell'intero mercato dei prodotti cartolarizzati e, specularmente, una progressiva difficoltà da parte degli s.p.v. nell'emettere e collocare nuove a.b.s. – o anche solo di rifinanziare quelli in scadenza – ricorrendo così massicciamente alle linee di liquidità offerte dagli *originator* o altri intermediari *sponsor* delle operazioni<sup>126</sup>.

Tradotto: ciò che sino a poco prima (anche solo qualche giorno prima) era valutato come un prodotto di qualità si faceva rapidamente tossico. E tossici diventavano gli intermediari bancari maggiormente esposti nel settore, alcuni dei quali usciranno definitivamente di scena “schiacciati” da quelle che apparirono inizialmente solo momentanee crisi di liquidità, ma che velocemente mutarono in insolvenze conclamate (*Bear Stearns*, *Northern Rock* e *Lehman Brothers* sono solo i casi più conosciuti).

Il resto è noto: dalle perdite accumulate su un segmento, quello *subprime* – relativamente contenuto – si arriva alla crisi sistemica: il congelamento del mercato dei *repo*; i rapidi fallimenti di piccoli e grandi intermediari finanziari; gli interventi di supporto alla liquidità da parte delle banche centrali; i “salvataggi” di Stato più o meno coordinati; il contagio internazionale e poi all'economia reale; l'esplosione dei *deficit* pubblici; il rischio *default* di interi Paesi.

---

<sup>126</sup> V. IOSCO, *Report on the subprime crisis*, 2008, pp. 2 e ss.; S. L. SCHWARCZ, *Protecting financial markets: lessons from the subprime mortgage meltdown*, in *Minnesota Law Review*, 2009, vol. 93, pp. 381 e ss.; ID., *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in *The Journal of Corporation Law*, 2013, vol. 9, pp. 130-131.



Sebbene le traiettorie della crisi abbiano svelato più ampie e profonde storture nell'architettura della finanza mondiale rispetto a quelle, comparativamente, più modeste osservate nel segmento dei mutui ipotecari *subprime*, come avrà modo di sottolineare, qualche anno dopo, S. L. Schwarcz: «*Because of its role in initially triggering the global financial crisis, securitization has been villainized*»<sup>127</sup>, guadagnandosi in questo modo uno stigma che appare indelebile.

### III

#### E' «COLPA» DELLE REGOLE?

Sì, è ... anche “colpa” delle regole. Sebbene, infatti, non manchino letture che tendono a far pesare maggiormente altri fattori, il dato abbastanza condiviso è che la dinamica nella fase di innesco della crisi finanziaria sia stata anche, se non soprattutto, l'occasione per svelare l'inadeguatezza complessiva del sistema delle regole.

Come ricordava G. Presti «*gli intermediari, come enti e come persone fisiche che li dirigono, hanno a mio parere scarse responsabilità di sistema. Il mercato è come il computer: si limita ad elaborare meravigliosamente bene e rapidamente gli input economici che riceve secondo il software giuridico che lo governa*». Pertanto, «*è difficile che, in assenza di vincoli legali, gli operatori si sottopongano a un self restrain evitando di spingersi al margine di ciò che le regole consentono e trascurando la possibilità di massimizzazione del possibile guadagno*». E concludeva, quindi, sostenendo che «*l'inadeguatezza decisiva è stata quella dei regolatori e dei sorveglianti*»<sup>128</sup>.

---

<sup>127</sup> *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in *The Journal of Corporation Law*, 2013, vol. 39, p. 131.

<sup>128</sup> G. PRESTI, *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2010, p. 208 e ss.; v., *ex multis*, anche M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca Impresa e Società*, 2009, p. 5 e ss.; M. MESSORI, *Perché è necessaria una nuova regolamentazione*, in *Banca Impresa e Società*, 2009, p. 329 e ss.; F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive*

Ma quali furono le aree di criticità? Nel prosieguo si presenterà una breve ricognizione degli ambiti in cui si sono osservati i più evidenti e profondi fallimenti della regolamentazione<sup>129</sup>, identificati a partire dall'indagine intorno al segmento *subprime* e, quindi, dal punto di osservazione "privilegiato" del mercato statunitense ma che, senza particolari distinguo, e con un più o meno elevato grado di intensità, si sono riscontrati in tutti i mercati delle cartolarizzazioni, ivi compreso quello europeo.

### III.1

#### DETERIORAMENTO DELLA QUALITÀ DEGLI ATTIVI CARTOLARIZZATI E MODELLO O.T.D.

Un primo elemento di rottura è stato individuato nel progressivo decadimento della qualità dei prodotti cartolarizzati immessi sui mercati, quale conseguenza di un abbassamento della qualità dei processi attraverso i quali veniva regolata la fase di accesso al credito da parte degli intermediari bancari e finanziari in genere (*credit screening process*)<sup>130</sup>.

Per comprendere la relazione intercorrente fra operazioni di cartolarizzazione e scarsa qualità degli *asset* sottostanti occorre fare un

---

*di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2016, p. 537-540.

<sup>129</sup> Vale qui richiamare, da una prospettiva parzialmente diversa, anche i recenti studi di G. B. Buchanan volti ad indagare i fallimenti etici (*moral failures*) osservabili sul mercato delle cartolarizzazioni, con particolare riguardo all'operatività dei meccanismi di trasferimento del rischio agevolati dal modello OTD, al mercato dei c.d.o. e alla natura dei sottostanti (su tutti, assicurazioni sulla vita e prestiti agli studenti); v. G.B. BUCHANAN, *Securitization: a financing vehicle for all seasons?*, in *Journal of Business Ethics*, 2016, vol. 138, pp. 559 e ss.; ma anche, ID., *The way we live now: financialization and securitization*, in *Research in International Business and Finance*, 2017, pp. 663 e ss.

<sup>130</sup> IOSCO, *Report on the subprime crisis*, 2008, pp. 6 e s. Evidenze scientifiche di tale assunto sono state fornite da C. DOWNING, D.M. JAFEE, N. WALLACE, *Is the market for mortgage-backed securities a market for lemons?* in *Review of Financial Studies*, vol. 22, 2009, pp. 2257-2294; X. AN, Y. DENG, S.A. GABRIEL, *Asymmetric information, adverse selection, and the pricing of CMBS*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 100, 2011, pp. 304-325; S. AGARWAL, Y. CHANG, A. YAVAS, *Adverse selection in mortgage securitization*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 105, 2012, pp. 640-660.

passo indietro. Lo sviluppo delle tecniche di *securitisation*, applicate al mercato del credito, ha contribuito in modo determinante al mutamento del modello tradizionale del *business* bancario e finanziario, favorendo la transizione dal c.d. *originate-to-hold model* (OTH) al *originate-to-distribute model* (OTD).

L'osservazione, peraltro, è particolarmente pregnante con riferimento proprio all'evoluzione del mercato dell'intermediazione finanziaria statunitense a partire dagli anni Settanta del Secolo scorso, epicentro della crisi finanziaria globale<sup>131</sup>.

Non è questa la sede deputata all'analisi puntuale dei due modelli. Ai nostri fini, basti qui ricordare che nel modello tradizionale (OTH) l'*originator* concede un finanziamento in favore del proprio cliente nell'ottica, almeno tendenziale, di mantenere tale rapporto – e i rischi correlati – all'interno del proprio bilancio sino alla sua estinzione. Nella diversa prospettiva del modello OTD, l'*originator*, invece, nel momento in cui concede il finanziamento sa di poter cedere il rapporto via cartolarizzazione, liberandosi per l'effetto dei rischi ad esso associati. E', quindi, di tutta evidenza che in fase di erogazione del credito gli intermediari assumono una prospettiva totalmente diversa, mutando con essa gli incentivi che governano l'intero processo di finanziamento (e di *screening*).

Da tale constatazione, le analisi condotte sul ruolo giocato dalle cartolarizzazioni nella crisi<sup>132</sup> hanno, in larga parte, evidenziato una

---

<sup>131</sup> Sul punto, v. A. TOOZE, *op. cit.*, pp. 50-60; O. AKSELI, *op. cit.*, pp. 5 e ss.

<sup>132</sup> V., *ex multis*, THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE UE (c.d. GRUPPO DE LAROSIÈRE), Report, Febbraio 2009, p. 9; in letteratura, si v. J. D. MARTIN, *A primer on the role of securitization in the credit market crisis of 2007*, 2009 (reperibile in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)); M. MIOLA, *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari, Orizzonti del diritto commerciale*, 2009, p. 6; R. RUSSO, *Il ciclone dei mutui "sub-prime": le fragilità di sistema di banche ed investitori*, in *Controllo di gestione*, 2008, pp. 15 e ss. Non tutti gli analisti condividono la tesi descritta intorno al ruolo del modello OTD, si v., fra gli altri, S. L. SCHWARCZ, *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in *Journal of corporation law*, 2013, vol. 9, n. 1, p. 134: «I find the moral hazard argument weak. Mortgage underwriting standards may have fallen, but there are other explanations of why. For example, lower standards may well reflect distortions caused by the liquidity glut of that time, in which lenders competed aggressively for business,

relazione diretta fra sviluppo del modello OTD e correlativa assunzione di rischi non correttamente valutati (*moral hazard*) e, dall'altra, il progressivo deterioramento della qualità dei processi di valutazione del merito creditizio (*ex ante*) nonché della cura nel monitoraggio della capacità di rimborso dei debitori (*ex post*) da parte dell'*originator*<sup>133</sup>.

Il tema, poi, dalla diversa prospettiva dell'investitore in a.b.s. è stato ricondotto entro i confini dei classici *agency problems*; e più in particolare in un *principal-agent problem*, ove gli incentivi dell'*originator* (*agent*) non sono allineati con quelli degli investitori (*principal*)<sup>134</sup>.

Vedremo nel prossimo Capitolo in che modo si sia formato un certo consenso internazionale intorno alla possibilità di contrastare simili problemi attraverso l'implementazione negli ordinamenti finanziari di una regola di mantenimento del rischio (*risk retention rule*).

### III. 2

#### ATTIVI CARTOLARIZZATI IN CONDIZIONI DI PARTICOLARE "SENSIBILITÀ" A FATTORI ESOGENI

E' stato correttamente osservato che, anche a prescindere dal fenomeno di deterioramento dei criteri di concessione del credito, alimentato o meno dal modello OTD, la crisi originatasi nel segmento *subprime* imponga una riflessione anche sul *tipo* di *asset* destinati alla cartolarizzazione<sup>135</sup>.

---

*allowed otherwise defaulting home borrowers to refinance, and (in the corporate lending context) even made so-called "covenant-lite" loans. The fall in standards may also reflect conflicts of interest between lending-firms and their employees in charge of setting those standards [...]*».

<sup>133</sup> O. AKSELI, *op. cit.*, pp. 11 e ss.; B. KEYS, T. MUKHERJEE, A. SERU, V. VIG, *Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime laon*, in *Lessons from the financial crisis: causes, consequences and our economic future* (a cura di R. Kolb), 2010, p. 217.

<sup>134</sup> Cfr. F. MISHKIN, *On leveraged losses: lessons from the mortgage meltdown*, New York, 2009, intervento U.S. Policy Forum, Febbraio 2009.

<sup>135</sup> Il tema è stato affrontato da S. L. SCHWARCZ, *The future of securitization*, in *Connecticut Law Review*, 2009, vol. 41, pp. 1317 e ss.; e poi ripreso in *Securitization, structured finance, and covered bonds*, *op. cit.*, pp. 133-134.

A partire proprio da mutui ipotecari *subprime*, si è evidenziato che tali attivi hanno scontato, più di tutti, una particolare dipendenza all'andamento dei prezzi delle case. E non poteva essere diversamente, se si pensa che, a differenza degli ordinari mutui ipotecari, in questi l'unica garanzia di rimborso del prestito concesso al *subprimer* risiedeva nell'apprezzamento dello stesso immobile sul lungo periodo.

Più in generale, ci si è domandati se sia opportuno o meno vietare – o anche solo limitare – la possibilità di cartolarizzare alcuni tipi di *asset* che si caratterizzano per un'accentuata sensibilità a fattori esogeni. La questione, infatti, potrebbe essere estesa anche ad altri tipi di attivi, su tutti i prestiti al consumo per l'acquisto di automobili particolarmente sensibili ai processi di obsolescenza tecnologica indotti da innovazioni di prodotto, ma anche regolamentari<sup>136</sup>. E mi pare che lo stesso tema si possa porre anche con riguardo ai prestiti per gli studenti che rappresentano una rilevante porzione degli attivi cartolarizzati, almeno negli Stati Uniti.

### III.3

#### ASIMMETRIE INFORMATIVE: UN MARKET FOR “LEMONS” PROBLEM

Non credo sia troppo irragionevole pensare che se G. Akerlof avesse atteso qualche decennio prima di dare alle stampe il suo fortunato saggio *The market for “Lemons”*, probabilmente, oltre al mercato delle auto usate, avrebbe preso in considerazione anche quello delle cartolarizzazioni<sup>137</sup>.

Le analisi di settore hanno, infatti, evidenziato che se c'è un segmento del mercato finanziario ove i problemi di asimmetrie informative si pongono con maggiore insistenza, al punto da apparire congenite

---

<sup>136</sup> S. L. SCHWARCZ, *The future of securitization*, in *op. cit.*, pp. 1317.

<sup>137</sup> Si tratta, come noto, di *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1970, pp. 488 e ss.

all'operazione stessa, è proprio quello delle cartolarizzazioni. La crisi economica si è quindi limitata a disvelare questi plurimi profili di criticità in tutta la loro pervasività, costringendoci a prendere atto del fallimento della regolamentazione.

Un approccio sistematico particolarmente efficace nella descrizione e catalogazione di questi problemi è quello fatto proprio da N. Linciano che ha distinto quattro aree di criticità che investono i profili di *disclosure* (e, quindi, di *information failures*): a) l'accesso alle informazioni relative ai dati strutturali dell'operazione (*trasparenza sui prodotti*); b) la valutazione degli stessi prodotti cartolarizzati (*trasparenza nella valutazione*); c) i mercati secondari (*trasparenza dei mercati*) e, infine, d) la distribuzione dei rischi (*trasparenza nella distribuzione dei rischi*)<sup>138</sup>.

Quanto alla *trasparenza sui prodotti* si è osservato che la complessità insita nel processo di cartolarizzazione – e, a cascata, nei prodotti cartolarizzati – ha causato, da una parte, la dispersione delle informazioni e, dall'altra, problemi di accesso a quelle *price-sensitive* (in particolare, quelle relative agli attivi sottostanti)<sup>139</sup>, sia nella fase iniziale che su base continuativa.

S. L. Schwarcz riconduce tali aspetti al più generale tema della *complexity*, distinguendo fra “complessità cognitiva” (*cognizant complexity*) e “complessità temporale” (*temporal complexity*), precisando, quanto al primo tipo di complessità, che quest'ultimo si sostanzia nella difficoltà, da una parte, di offrire agli investitori un'informazione trasparente dei prodotti maggiormente strutturati e, dall'altra, di garantire agli operatori di mercato la conoscenza sulle condizioni delle controparti (finendo per assumere le dimensioni di un

---

<sup>138</sup> V. N. LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di Vigilanza*, in *Consob - Quaderni di finanza*, n. 62, Settembre 2008.

<sup>139</sup> N. LINCIANO, *op. ult. cit.*, pp. 16. V. anche FINANCIAL STABILITY FORUM (FSS), *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari*, Aprile 2008, pp. 39 e ss.

problema di mercato)<sup>140</sup>. Difficoltà che, accompagnata alle lasche procedure di *due diligence*, hanno finito per amplificare la dipendenza quasi assoluta ai giudizi offerti dalle agenzie di *rating*, come si vedrà nel prossimo paragrafo.

Nel prossimo Capitolo, invece, si riferirà in merito alle risposte che nel dibattito internazionale sono maturate nell'area dell'informazione di settore, a partire da un nuovo quadro vincolante in materia di obblighi di *disclosure* da introdurre e implementare nei diversi ordinamenti finanziari.

### III.4

#### TRASPARENZA NELLA VALUTAZIONE E RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING

Dal lato della trasparenza del settore, è stato osservato come oltre ai problemi di accesso e distribuzione delle informazioni strutturali delle a.b.s. fra *originator*, società veicolo e investitori, il mercato abbia anche risentito di ampie criticità nella fase di valutazione del prodotto cartolarizzato, aspetto sul quale le agenzie di *rating* avevano assunto nel tempo un ruolo assolutamente preminente, financo "monopolistico"<sup>141</sup>. Invero, la complessità insista nell'operazione, accompagnata dalla poca trasparenza delle società veicolo, aveva reso indispensabile, anche ove non obbligatorio per legge<sup>142</sup>, il ricorso ai giudizi delle agenzie di *rating*. La crisi finanziaria ha svelato problemi endemici proprio nel sistema di assegnazione dei *rating*, al punto che, come già ricordato, i giudizi si sono

---

<sup>140</sup> Cfr. S. L. SCHWARCZ, *Keynote address: understanding the subprime financial crisis*, in *South Carolina Law Review*, vol. 60, pp. 563 e ss.

<sup>141</sup> L'osservazione è di N. LINCIANO, *op. ult. cit.*, pp. 11-12; la quale evidenziava che «l'agenzia che ha assegnato il rating iniziale diviene monopolista dell'informativa sui prodotti a causa della strutturale complessità e opacità degli stessi. Il mercato, infatti, non ha la possibilità di accedere a fonti terze o allo stesso emittente per ottenere informazioni potenzialmente price-sensitive».

<sup>142</sup> E' il caso, ad esempio, dell'ordinamento italiano, v. art. 2, comma 4, l. 30 aprile 1999, n. 130.

rilevati non corretti e inaffidabili (e non solo nel segmento dei mutui ipotecari *subprime*<sup>143</sup>).

Tuttavia, dalla differente e più ristretta prospettiva del mercato delle cartolarizzazioni, le conclusioni alle quali il dibattito post crisi è approdato sembrano più ampie.

Il punto centrale, infatti, è che, a prescindere dai fallimenti di mercato osservati nel funzionamento del sistema dei *rating* – e quindi, anche a prescindere dal dato concreto dell'affidabilità o meno degli stessi – elementi di criticità sono stati riscontrati nell'uso che di tali valutazioni si è fatto, nonché nell'eccessiva dipendenza o eccessivo affidamento nei giudizi (*overreliance on rating-agency ratings*), con conseguente “deresponsabilizzazione” dell'investitore, anche istituzionale, nel valutare e apprezzare correttamente il rischio associato ai prodotti cartolarizzati in portafoglio<sup>144</sup>.

Vedremo nel prossimo Capitolo come nella “rifondazione” di un mercato delle cartolarizzazioni ben regolamentato, il dibattito internazionale si sia orientato in due direzioni precise: limitare il ricorso e il peso di operazioni di terzi nella fase di valutazione del prodotto finanziario e, al contempo, imporre obblighi puntuali di *due diligence* in capo agli investitori istituzionali.

---

<sup>143</sup> Il richiamato Rapporto FSF del 2008 indica fra gli elementi di maggiore criticità: il modello *issuer-pay*; i conflitti di interessi endemici alle strutture di cartolarizzazione fra le agenzie di *rating* e i clienti emittenti; le «imperfezioni nelle metodologie di valutazione» dovute anche all'assenza di serie storiche sui prestiti legati ai *subprime* nonché alla mancata considerazione dell'abbassamento dei criteri concessione del credito da parte degli *originator* (pp. 42-43).

<sup>144</sup> Cfr. IOSCO, *The role of credit rating agencies in structured finance markets*, Maggio 2008, p. 8, ove si legge che «A credit rating, then, is occasionally viewed as not only a CRA's opinion of the loss characteristics of the security, but also as a seal of approval». V, anche IOSCO, *Report on the subprime crisis*, Maggio 2008, pp. 20 e ss. e S. L. SCHWARCZ, *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 9, 2013.



### III.5

#### TRASPARENZA NEI MERCATI SECONDARI E TRASPARENZA POST TRADING

Si è già osservato che ad amplificare in misura sistematica le perdite accumulate sul segmento *subprime* ha concorso anche «*la mancanza di prezzi significativi espressi dai mercati secondari*» dei titoli strutturati, il che ha alimentato un clima «*di incertezza informativa che ben presto ha contagiato anche i titoli non subprime*»<sup>145</sup>.

I limiti osservati nell'informazione, trasparenza ed efficienza dei mercati secondari finiscono così sul banco degli imputati e offrono una spiegazione sul come sia stato possibile un così repentino collasso verticale del valore complessivo delle a.b.s. a fronte di un volume di titoli *subprime* comparativamente ridotto rispetto al complessivo.

Come ha notato N. Linciano, il tema non sembra essere stato al centro dell'attenzione del FSF nel Rapporto del 2008, che si limitava, infatti, alla sola raccomandazione rivolta alle «*autorità di regolamentazione di collaborare con gli operatori di mercato per valutare l'opportunità di stabilire un sistema di diffusione dell'informazione post-trade*» (p. 41). Allo stesso modo, anche il Rapporto europeo del Gruppo *de Larosière* non si sofferma sul punto, limitandosi, nelle premesse, a sottolineare che «*la mancanza di trasparenza del mercato, assieme all'improvvisa riduzione dei meriti di credito, e la decisione del governo degli Stati Uniti di non salvare la Lehman Brothers hanno portato ad un crollo generalizzato e ad una crisi di fiducia*» (p. 13).

Vedremo nel prossimo Capitolo in che modo tale problema sia stato affrontato (poco) nel dibattito internazionale mentre sia stato oggetto di uno specifico intervento innovativo da parte del Legislatore europeo attraverso un (nuovo) sistema di *reporting*.

---

<sup>145</sup> N. LINCIANO, *op. ult. cit.*, pp. 17-18; IOSCO, *Report on the subprime crisis*, 2008, pp. 10 e s.; cfr. anche S. L. SCHWARCZ, *Keynote address: understanding the subprime financial crisis*, in *South Carolina Law Riview*, vol. 60, 2009, p. 553; R. RUSSO, *op. cit.*, 2008, p. 15 e ss.

### III.6

#### TRASPARENZA NELLA DISTRIBUZIONE DEI RISCHI

Un ultimo aspetto problematico da mettere a fuoco nella medesima area è quello relativo alla *trasparenza nella distribuzione dei rischi*: «*le informative al mercato da parte degli intermediari finanziari non hanno sempre chiarito i rischi associati alle esposizioni riportate in bilancio e fuori bilancio*», con la conseguenza che «*la mancanza di un'adeguata e coerente informativa circa l'esposizione ai rischi e la loro valutazione continua tuttavia a indebolire la fiducia dei mercati*»<sup>146</sup>.

Sebbene i problemi in questo caso siano più legati ad aspetti contabili e, in particolare, all'adeguatezza dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS), preme qui ricordare che l'eccessiva discrezionalità concessa agli *originator* e a tutti i soggetti esposti verso uno s.p.v. (ivi compresi quelli che assumono impegni in termini di linee di liquidità a favore di questi ultimi) nella definizione del perimetro di consolidamento finiva per manifestare un «*disallineamento fra rappresentazione contabile e sostanza economica della distribuzione dei rischi*»<sup>147</sup>.

\*\*\*

In conclusione, il dibattito intorno alle cause della crisi sembra aver raggiunto un'ampia adesione intorno al fatto che debba essere fermamente denunciata la fragilità del sistema della regolamentazione finanziaria pre crisi<sup>148</sup>. Alla domanda compendiata nel titolo del paragrafo si può, quindi, rispondere che sì, la crisi finanziaria di inizio Secolo è *anche* "colpa" del sistema delle regole, chiamando così in gioco

---

<sup>146</sup> FINANCIAL STABILITY FORUM (FSS), *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari*, Aprile 2008, pp. 29 e ss.; N. LINCiano, *op. ult. cit.*, pp. 19 e ss.

<sup>147</sup> N. LINCiano, *op. ult. cit.*, p. 20.

<sup>148</sup> V., *ex multis*, M. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca Impresa e Società*, 2009, pp. 5 ss.; M. MESSORI, *Perché è necessaria una nuova regolamentazione*, in *Banca Impresa e Società*, 2009, pp. 329 ss; F. VELLA, *Capitalismo e Finanza*, *op. cit.*, p. 39.

il ruolo svolto dai Legislatori nazionali e sovranazionali nonché le mancanze osservate nei diversi sistemi di supervisione.

Ad oltre un decennio dallo scoppio della crisi si tratta, ora, di valutare le risposte messe in campo per fronteggiare i fallimenti di mercato osservati e indagati dalla dottrina economica, così come descritti e sintetizzati nel secondo paragrafo. A ciò è dedicato il prossimo Capitolo. Senza, tuttavia, tralasciare il fatto che, come avvertiva M. Onado agli albori della crisi, *«il vero problema»* non risiede tanto nello scrivere regole nuove e capire quali siano le più efficaci, bensì *«se ci sarà a livello politico internazionale il consenso adeguato a realizzare una svolta di questa portata e a toccare gli interessi strategici dei paesi che hanno alimentato la bolla»*.

A quest'interrogativo si tenterà di offrire una risposta – sebbene parziale, in quanto assunta dalla prospettiva del “solo” mercato europeo – negli ultimi due Capitoli, attraverso l'analisi della nuova regolamentazione racchiusa nel Reg. (UE) n. 2402/2017 (e n. 2401/2017).

## CAPITOLO III

### LE PREMESSE DI UN'AGENDA RIFORMATRICE E LINEE DI POLITICA LEGISLATIVA

*«[...] non sono il modello OTD o la cartolarizzazione di per sé ad essere problematici; piuttosto tali problemi, e le debolezze sottostanti che li hanno originati, mostrano la necessità di un rafforzamento delle fondamenta del modello OTD»*

**FINANCIAL STABILITY FORUM**  
Rapporto *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari*  
Aprile 2008

**SOMMARIO:** **I.** DAL FINANCIAL STABILITY FORUM AI G20 DEL 2008 E 2009; **II.** LAVORI DELL'INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO); **III.** LE TRAIETTORIE DEL NUOVO FRAMEWORK NORMATIVO: RISK RETENTION, TRASPARENZA E DUE DILIGENCE; **III.1** RISK RETENTION RULE E SCELTE IN FASE DI IMPLEMENTAZIONE; **III.2** LE DIVERSE "DIMENSIONI" DELLA TRASPARENZA; **III.2.1** UN REGIME DI TRASPARENZA AD HOC PER LE A.B.S.; **III.2.2.** TRASPARENZA NEI MERCATI SECONDARI: FOCUS SU POST-TRADE TRANSPARENCY SYSTEM; **III.3** LE PRATICHE DI DUE DILIGENCE: UN QUADRO (TROPPO) ETEROGENEO; **IV.** CRITERI PER UNA CARTOLARIZZAZIONE SEMPLICE, TRASPARENTE E STANDARDIZZATA; **V.** LE CARTOLARIZZAZIONI NELL'AGENDA DELLA CAPITAL MARKETS UNION.

\*\*\*

Come noto, nel contesto paradigmatico di un ordinamento giuridico liberale, il principio-guida che dovrebbe informare l'attività di regolamentazione nel settore finanziario – e non solo – viene

sinteticamente espresso con la formula anglofona «*if it ain't broke, don't fix it*». In questo senso, la fiducia intorno al fatto che i meccanismi di mercato e gli attori che vi operano possano realizzare risultati economicamente efficienti dovrebbe suggerire al Legislatore di valutare interventi sul piano *latu sensu* regolamentare solo in presenza di chiari ed evidenti fallimenti di mercato<sup>149</sup>.

Ebbene, come messo in luce nel precedente Capitolo II, la crisi finanziaria trans-atlantica di inizio Secolo ha disvelato, sotto plurimi profili, la fragilità del sistema economico internazionale e, per quanto qui rileva, profondi ed endemici fallimenti di mercato proprio nel comparto delle cartolarizzazioni, al punto da apparire, queste ultime, come uno dei principali veicoli di rischio sistemico e fattore di instabilità finanziaria a livello globale.

Scopo del presente Capitolo è quello di individuare ed indagare le risposte che, nel corso dell'ultima decade, i Regolatori hanno inteso offrire per far fronte al destabilizzante quadro post-crisi e le linee di politica legislativa che ne sono scaturite, ponendo le fondamenta dei nuovi *framework* normativi, fra i quali va annoverato quello di matrice europea oggetto specifico del presente lavoro (all'analisi del quale saranno dedicati i due capitoli successivi).

Tale obiettivo sarà perseguito partendo, anzitutto, dagli esiti delle riflessioni maturate all'apice del sistema della *governance* finanziaria globale e, quindi – seguendo la nota classificazione offerta da C. Brummer<sup>150</sup> – tenendo conto delle rotte tracciate, da una parte, dalle *international agenda setter* (e, in particolare, dai G20 che si sono susseguiti a cavallo fra il 2008 e 2009 e dall'allora *Financial Stability*

---

<sup>149</sup> J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J. N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principles of financial regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 51-52; M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, Il Mulino, 2016, p. 75.

<sup>150</sup> C. BRUMMER, *Soft law and the global financial system: rule making in the 21st century*, New York, Cambridge University Press, 2012.

*Forum* (FSF); nonché, dall'altra, dagli *international standard setter* (e, in particolare, dall'*International Organization of Securities Commissions* – d'ora in avanti, solo IOSCO – e dal Comitato di Basilea).

Da ultimo, l'indagine, sviluppandosi per cerchi concentrici, si soffermerà sulle linee di *policy* avanzate in Europa, dove l'iniziativa riformatrice è stata assunta dal livello unionale, lasciando agli Stati membri una (residuale) funzione di implementazione, tutt'ora in corso.

## I

### DAL FINANCIAL STABILITY FORUM AI G20 DEL 2008 E 2009

Ad arare il campo del processo riformatore post-crisi iniziava, anzitutto, il *Financial Stability Forum* (FSF, oggi *Board*) con il già citato Rapporto *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari*<sup>151</sup> dell'Aprile 2008, individuando alcune linee di *policy* da implementare nel breve e nel medio periodo e destinate ai lavori del primo G20 di Washington (del Novembre dello stesso anno) e, successivamente, riferimento costante anche per gli incontri di Londra (aprile 2009) e di Pittsburgh (settembre 2009)<sup>152</sup>.

L'assunto di partenza del Gruppo di lavoro istituito dal FSF risiedeva nel convincimento che le cause profonde della crisi andavano ricercate nella combinazione di politiche monetarie che avevano favorito «*una eccezionale crescita del credito e del leverage nel sistema finanziario*» affiancate dallo sviluppo del modello OTD e dagli ampi processi di cartolarizzazione<sup>153</sup> a cui il Rapporto dedicava molti riferimenti.

---

<sup>151</sup> Consultabile all'indirizzo [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_0804.pdf](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0804.pdf).

<sup>152</sup> In una prospettiva più ampia sui lavori di questi G20, v. anche G. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2010, pp. 208 e ss.

<sup>153</sup> Si legge, infatti, che «*Un lungo periodo di condizioni economiche e finanziarie favorevoli ha finito per aumentare il rischio che prenditori e investitori erano disposti a correre. Gli intermediari hanno reagito espandendo il mercato delle cartolarizzazioni del rischio di credito e sviluppando in modo aggressivo il modello originate-to-distribute dell'intermediazione finanziaria. Il sistema è diventato sempre*

In particolare, il tema delle cartolarizzazioni affiorava sia con riguardo alla necessità del rafforzamento dei processi di vigilanza prudenziale su patrimonio, liquidità e gestione del rischio – per cui, fra l’altro, si invitava il Comitato di Basilea a presentare proposte per aumentare i requisiti di patrimonio associati ai prodotti cartolarizzati (p. 19) – sia con riferimento al tema della trasparenza e della valutazione dei prodotti. Sotto quest’ultimo profilo, si segnalava l’urgenza di una regolamentazione funzionale ad *«accrescere l’informativa sui prodotti derivanti dalle cartolarizzazioni e sulle attività sottostanti»*, nella fase iniziale di offerta e su base continuativa, concernente le qualità degli attivi, i criteri di sottoscrizione e le caratteristiche di rischio di credito (pp. 29-41).

Una particolare attenzione veniva riservata al ruolo delle Agenzie di *rating* che avevano *«assegnato rating elevati a complessi prodotti strutturati supprime basati su serie storiche inadeguate e in alcuni casi su modelli imperfetti. Quando gli investitori se ne sono resi conto hanno perso fiducia nei rating di tutti gli strumenti cartolarizzati»*.

Si sottolineava, in particolare, la necessità di segnare una forte cesura con il periodo pre-crisi; periodo nel quale si era osservato che gli investitori avevano riservato ampia e cieca fiducia nei *rating* ai fini della *«determinazione delle proprie linee guida e scelte di investimento, in taluni casi utilizzando totalmente i rating in luogo della valutazione indipendente del rischio e delle prassi di due diligence»* (p. 49), al punto che alle stesse agenzie di *rating* si riconosceva più lo *status* di Regolatore pubblico che quello di semplice operatore privato. Situazione questa riconducibile ad un classico esempio di *regulatory paradox*<sup>154</sup>.

Sotto questo profilo, si segnalava che *«Gli investitori dovranno riconsiderare il modo con cui usano il rating nelle loro linee di*

---

*più dipendente dagli standard di sottoscrizione degli originators e dal comportamento delle agenzie di rating»* (p. 5).

<sup>154</sup> S. L. SCHWARCZ, *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, pp. 1-28.

*investimento [...] I rating non dovrebbero sostituirsi a un'adeguata analisi e gestione dei rischi da parte degli investitori» (p. 48).*

Ed è proprio in quest'ottica, come si avrà modo di sottolineare, che va letto oggi l'art. 5 del Reg. (UE) n. 2402/2017 in materia di obblighi di *due diligence* per gli investitori istituzionali (ma anche il meccanismo di verifica della conformità s.t.s., affidata al c.d. Terzo Verificatore).

Gli esiti del Rapporto venivano poi ampiamente ripresi nelle dichiarazioni finali del primo G20 di Washington del Novembre 2008<sup>155</sup> e in quello successivo di Pittsburgh del Settembre 2009, dove, fra l'altro, si richiamava l'esigenza di introdurre e implementare nei processi di cartolarizzazione la *risk retention rule*<sup>156</sup>, pilastro fondamentale del nuovo *framework* regolamentare sia sulla sponda americana<sup>157</sup> che su quella europea (v. art. 6 Reg. (UE) n. 2402/2017).

## II

### I LAVORI DELL'INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO)

Il compito di dare seguito alle conclusioni raggiunte nei diversi G20 veniva affidato all'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e alla *Task Force* costituita in seno ad essa, con l'obiettivo di supportare l'agenda riformatrice, immaginata a livello politico, e di coordinare le linee di intervento<sup>158</sup>.

Alle analisi dei fallimenti di mercato e della regolamentazione (su tutti il già citato *Report on subprime crisis* del maggio 2008) facevano

---

<sup>155</sup> Consultabile in [www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html#actions](http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html#actions).

<sup>156</sup> Ove, in particolare, si legge «*We call on banks to retain a greater proportion of current profits to build capital, where needed, to support lending. Securitization sponsors or originators should retain a part of the risk of the underlying assets, thus encouraging them to act prudently*» ([www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html#system](http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html#system)).

<sup>157</sup> V. Sez. 941, *Dodd-Franck Act* (2010) e Sez. 15G, *Securities Exchange Act* (1934).

<sup>158</sup> IOSCO, *Iosco technical committee launches task forces to support G-20 aims*, Iosco Press, 25 novembre 2008.



rapidamente seguito i primi *consultation document*, offerti alla discussione dell'industria finanziaria e dei Regolatori nazionali.

A partire dal Report *Unregulated financial markets and products* del maggio 2009<sup>159</sup> (Report finale del settembre 2009<sup>160</sup>), l'approccio alla discussione indicato da IOSCO seguiva una distinzione fra tre aree di criticità, ovvero: *i*) incentivi distorti fra i partecipanti al mercato delle cartolarizzazioni, *ii*) pratiche inadeguate di *risk management* da parte degli investitori istituzionali e *iii*) mancanze nel quadro normativo e nell'attività di supervisione. Intorno alle stesse venivano poi tracciate alcune possibili linee di *policy* che, già nello stesso Report, si traducevano in raccomandazioni prima intermedie e poi definitive.

L'assunto di base del Report era che, nonostante gli sforzi profusi all'inizio degli anni Duemila dall'industria privata, «*it is unlikely that industry initiatives alone will be sufficient to restore transparency, market integrity and market quality*» (p. 17). In buona sostanza, riscontrato e riconosciuto il fallimento delle pratiche di autoregolamentazione<sup>161</sup>, occorrevano risposte sul piano regolamentare.

Sul riallineamento degli incentivi. Ribadite, anzitutto, e in piena sintonia con il *Financial Stability Board*<sup>162</sup>, le potenziali "virtù" del modello OTD, che «*when managed appropriately can facilitate credit intermediation and diversify risk*» (p. 15), l'indicazione di IOSCO era nel senso di

---

<sup>159</sup> IOSCO, *Unregulated financial markets and products, consultation report*, maggio 2009, nel quale, oltre alle cartolarizzazioni si prendono in considerazione anche i mercati dei *credit default swap* (c.d.s.), che esulano dall'ambito della presente ricerca.

<sup>160</sup> IOSCO, *Unregulated financial markets and products, final report*, settembre 2009.

<sup>161</sup> Su tutti si pensi al Codice di Condotta delle agenzie di *rating* e ai principi indicati da IOSCO in *Technical Committee, Statement of principles regarding the activities of credit rating agencies*, Settembre 2003 ([www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf)). Si trattava di una prima raccolta di principi-guida sull'attività delle agenzie, pubblicata a seguito dello scandalo finanziario Enron e al dibattito intorno al ruolo svolto dalle stesse agenzie, al quale ha poi fatto seguito un aggiornamento; v. IOSCO, *Technical Committee, Code of Conduct fundamentals for Credit Rating Agencies*, Maggio 2008 ([www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf)).

<sup>162</sup> FINANCIAL STABILITY FORUM, *op. cit.*, p. 14.

procedere ad una riforma del modello, ma non alla sua messa al bando. Tre le direttrici essenziali che avrebbero dovuto ispirare questo processo di revisione: *i*) l'imposizione di un obbligo di mantenimento (*retention rule*) in capo ad *originator* e/o *sponsor* di un interesse economico nell'operazione ("*skin in the game*" requirement); *ii*) il rafforzamento della trasparenza attraverso obblighi di *disclosure*; nonché, infine, *iii*) l'indicazione di requisiti di indipendenza in capo ai fornitori dei servizi connessi all'operazione.

Nell'area, invece, della persistente inadeguatezza di buone pratiche di *risk management*, si osservava che, pur stimolando migliori iniziative sul piano della trasparenza, queste rischiavano di non essere sufficienti in quanto anche gli investitori istituzionali avevano dimostrato di essere sprovvisti di strumenti idonei a valutare correttamente i rischi. Di qui, la raccomandazione, da una parte, di rivedere i requisiti e i criteri attraverso i quali valutare l'appropriatezza dell'investimento avente ad oggetto prodotti cartolarizzati – anche attraverso una preliminare ridefinizione della categoria dei *sophisticated investors* – e, dall'altra, di supportare lo sviluppo di strumenti idonei ad assistere gli investitori nella fase di analisi e comprensione dei prodotti<sup>163</sup>.

Sebbene in modo più sfumato, e al fine di caldeggiare un intervento su quest'area di criticità, il Report denunciava anche la combinazione fra lasche pratiche di *risk management* ed eccessivo affidamento nei giudizi rilasciati dalle agenzie di *rating*.

Difatti, richiamando anche le conclusioni del Report del 2008 *The subprime crisis*, si ricordava che «*a number of firms permitted CRA ratings to serve as a substitute for their own risk modelling and internal controls*

---

<sup>163</sup> Sotto questo profilo, IOSCO incoraggiava iniziative tese a garantire che gli investitori si dotassero di adeguati processi di controllo interno che permettessero la comprensione, la valutazione e la selezione dei prodotti cartolarizzati, anche attraverso l'individuazione di procedure formalizzate, rinviando ai lavori di IOSCO, tradotti nel Report *Good practices in relation to investment manager's due diligence when investing in structured financial instruments*, Luglio 2009, sul quale ci si soffermerà più avanti.

– in essence “outsourcing” their own internal risk management to the CRAs» (p. 22). Sul punto, l’approccio promosso da IOSCO – e come vedremo, largamente condiviso nei diversi ordinamenti (a partire da quello europeo) – era quello di non impedire agli investitori di rivolgersi a terze parti, bensì ridimensionarne il peso, sostenendo in via prioritaria l’implementazione di buone pratiche di *due diligence* sia nella fase preliminare all’investimento sia successiva, alle quali gli investitori si sarebbero dovuti conformare.

Infine, in merito agli assetti generali di regolazione e di vigilanza, il Report si limitava a prendere atto della “fuga” dall’area della regolamentazione o del tocco, troppo, *light* della stessa, invitando i diversi ordinamenti a dare seguito alle raccomandazioni delle prime due aree.

### III

#### LE TRAIETTORIE DEL NUOVO FRAMEWORK NORMATIVO: RISK RETENTION, TRASPARENZA E DUE DILIGENCE

Si è visto che le traiettorie di sviluppo del nuovo quadro regolamentare – necessariamente “riparatore” rispetto ai fallimenti osservati durante la crisi finanziaria globale – individuate dalle organizzazioni internazionali (*agenda setter* e *standard setter*) si traducevano nella combinazione di nuove e vecchie regole, da implementare in quadri regolamentari già esistenti o attraverso la costruzione *ex novo* di un contesto normativo in grado di accoglierle.

In sintesi, la “cura” prescritta prevedeva più trasparenza, un minor peso dei giudizi rilasciati da parti terze (su tutte: le agenzie di *rating*) nella valutazione dei prodotti strutturati, *due diligence* da parte degli investitori istituzionali e, infine, l’implementazione di *risk retention rules*.

E', quindi, intorno a questo *set* regolatorio che tutti gli ordinamenti finanziari sono stati chiamati a muoversi ed invitati ad orientare la loro azione regolamentare, sulla base di un più o meno elevato grado di coordinamento imposto dagli *international standards setter*, di cui i Reg. (UE) nn. 2402/2017 e 2401/2017 rappresentano ad oggi e senza dubbio, il più avanzato e compiuto degli approdi regolamentari sin qui raggiunti.

### III.1

#### RISK RETENTION RULE E SCELTE IN FASE DI IMPLEMENTAZIONE

Si è detto che le regole di mantenimento del rischio mirano ad allineare gli interessi dei soggetti che partecipano alla cartolarizzazione, riducendo i potenziali rischi e le degenerazioni proprie del modello OTD (garantendo, indirettamente, la qualità degli attivi sottostanti) nonché i possibili conflitti di interesse che possono manifestarsi lungo tutta la "catena" di un'operazione di cartolarizzazione<sup>164</sup>.

Nella costruzione di tali obblighi di mantenimento del rischio, il Regolatore è chiamato a compiere diverse scelte che danno sostanza alla regola e finiscono, da una parte, per incidere sui rapporti fra i diversi ordinamenti finanziari (limitando o agevolando le attività *cross-border*) e, dall'altra, sul livello dei costi che devono sopportare i *retainers* e gli investitori in termini di *compliance* e di *due diligence*.

In primo luogo, l'introduzione di obblighi di mantenimento del rischio può seguire teoricamente due strade o, meglio, approcci: quello diretto o indiretto.

Nel primo caso, l'obbligo viene posto in capo ai soggetti dai quali l'operazione trae origine (*relevant originating parties*); ovvero, essenzialmente, uno fra cedente, promotore o prestatore originario. Nel

---

<sup>164</sup> GROUP OF THIRTY, *Financial reform. A framework for financial stability*, 2009, p. 49.

secondo caso, invece, l'obbligo viene posto in capo agli investitori, ai quali è permesso di investire in prodotti cartolarizzati a condizione che l'*originator* (o gli altri citati soggetti) abbia preventivamente comunicato di mantenere un interesse significativo nell'operazione. In quest'ultimo caso, la regola di condotta è posta solo indirettamente in capo ai *retainers*, mentre viene addossato agli investitori l'onere di monitorare la conformità alla regola.

L'approccio indiretto, oltre a contribuire generalmente a riallineare gli interessi dei partecipanti, costringe inoltre gli stessi investitori ad approfondire l'analisi e la valutazione dei prodotti cartolarizzati oggetto dell'investimento, limitando loro la possibilità investire in prodotti emessi da *originator* di altri ordinamenti, qualora questi ultimi non siano soggetti ad una *risk retention*. Di contro, un simile approccio rischia, da una parte, di scoraggiare potenziali investitori a causa dell'incertezza in merito alla conformità all'obbligo (rischio che può essere ulteriormente amplificato dalle modalità di rilascio delle comunicazioni sul mantenimento del rischio da parte degli *originator*), dall'altra, permette all'*originator* di un ordinamento in cui l'obbligo è previsto di vendere prodotti cartolarizzati ad investitori che hanno sede in ordinamenti ove l'obbligo è assente, senza essere tenuti a mantenere una quota di rischio, il che significa "esportare" i rischi derivanti dall'adozione del modello OTD, "scaricandoli" fuori dall'ordinamento giuridico di riferimento.

L'approccio diretto garantisce, in modo diverso, il perseguimento del medesimo obiettivo di riallineare gli interessi dei partecipanti, ma riduce l'incertezza in capo all'investitore in merito alla conformità o meno all'obbligo da parte dell'*originator*, sul quale ricade direttamente l'onere di mantenere il rischio. A fronte di questo beneficio, di contro, e in modo speculare rispetto all'approccio indiretto, da una parte, i maggiori costi di *compliance* vengono caricati sull'*originator* e, dall'altra, l'investitore di un ordinamento ove la *risk retention* è prevista, può acquistare prodotti cartolarizzati da un *originator* che ha sede in un

ordinamento privo di tale regola, il che implica per il primo ordinamento “importare” i rischi derivanti dall’adozione del modello OTD.

A fianco a questi due modelli “puri”, se ne affianca un terzo che cerca di combinare i due approcci: partendo dall’applicazione indiretta, per cui l’obbligo continuerebbe a ricadere sugli investitori, in aggiunta si impone che *originator*, promotori o prestatori originari siano soggetti ad un obbligo di *disclosure* puntuale sui profili di mantenimento del rischio, anche attraverso il rilascio di un’informativa standardizzata, che permette all’investitore di esercitare più facilmente l’attività di *due diligence*<sup>165</sup>.

Inoltre, a prescindere dall’approccio selezionato dal Regolatore, si pone il tema su chi fra i soggetti che partecipano all’operazione debba mantenere la quota rischio, e se questa possa o meno essere mantenuta anche da più soggetti (c.d. applicazione multipla).

Orbene, le regole introdotte suggeriscono anzitutto di adottare un approccio ampio nella selezione dei soggetti: uno fra cedente, promotore, prestatore originario e il veicolo utilizzato per l’emissione dei prodotti cartolarizzati. Nella scelta su quale fra essi debba ricadere l’onere, invece, il Regolatore può concedere che l’individuazione sia rimessa alle parti (salvo prevedere una regola di *default*, per il caso di mancata ed esplicita scelta).

Sotto il secondo profilo, invece, le regole in vigore hanno preferito “concentrare” il rischio in un unico soggetto (o cedente, o prestatore originario o promotore), evitando così che il mantenimento del rischio possa essere percentualmente “diluito” fra tutti i partecipanti. Tuttavia, ed è il caso europeo, per le operazioni con pluralità di soggetti afferenti alla medesima categoria (si pensi alle emissioni *multi-originators*), si pone l’ulteriore questione se far ricadere l’obbligo in capo ad uno solo

---

<sup>165</sup> Questo è, peraltro, l’approccio raccomandato dall’EBA nel rapporto annuale alla Commissione Europea del 2014; v. EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 22 dicembre 2014, p. 24.

fra i diversi cedenti, promotori o prestatori originari ovvero se farlo ricadere proporzionalmente su tutti i soggetti appartenenti alla stessa categoria.

Dal lato, invece, delle modalità di mantenimento del rischio, le opzioni sono innumerevoli. In linea teorica, si danno almeno sei differenti opzioni: a) nel caso della *vertical slice* viene mantenuta una quota di rischio, pari almeno ad una percentuale minima fissata *ex lege*, per ogni *tranche* o segmento emesso ed offerto sul mercato; b) con la *horizontal slice* o *first loss tranche* viene mantenuta l'intera quota di rischio di un segmento (di norma, quello che assorbe le prime perdite); c) nella *first loss exposure* viene mantenuta un'esposizione cartolarizzata nell'operazione di cartolarizzazione che copre le prime perdite; d) nel sistema *pari passu share*, nel caso di cartolarizzazioni rotative, viene mantenuta una quota di rischio non inferiore ad una percentuale del valore nominale di ciascuna delle esposizioni cartolarizzate; e) con la *retention of randomly selected exposure* vengono mantenute esposizioni non inferiori ad ammontare pari ad una percentuale del valore nominale di tutte le attività cartolarizzate o cartolarizzabili, attraverso un processo di selezione causale delle esposizioni; f) *L-shape option*, ovvero la combinazione della tecnica di mantenimento orizzontale e verticale, per cui stante una percentuale minima di mantenimento del rischio, viene mantenuta una percentuale in tutte (o alcune) delle *tranches* emesse e un'intera *tranche* (di solito, la *first loss tranche*).

Il Regolatore può quindi scegliere se prevedere che il mantenimento del rischio avvenga attraverso una sola di queste tecniche (aumentando il grado di uniformità delle regole di mantenimento del rischio e, specularmente, diminuendo i costi di *due diligence* degli investitori), ovvero lasciando la scelta della forma ai *retainers* (i quali si garantiscono un più ampio grado di flessibilità nella gestione operativa della *risk retention rule*). Inoltre, al fine di garantire il maggior grado di flessibilità possibile, il Regolatore potrebbe anche optare per un'elencazione non

tassativa delle forme adottabili, permettendo ai *retainers* di utilizzare anche forme operative diverse a condizione che siano equivalenti negli effetti.

## III.2

### LE DIVERSE “DIMENSIONI” DELLA TRASPARENZA

Come evidenziato nel precedente Capitolo II, il problema della trasparenza nel mercato delle cartolarizzazioni si poneva (e si pone) in termini multidimensionali: *i*) trasparenza dei prodotti e dei rischi ad essi associati; *ii*) trasparenza in fase di valutazione e ruolo delle agenzie di *rating*, *iii*) trasparenza nella distribuzione dei rischi e, infine, *iv*) trasparenza nei mercati secondari.

Nel prosieguo si tratteranno le opzioni di regolamentazione relative alla prima e all’ultima dimensione. Con riguardo, infatti, al tema della trasparenza nella valutazione dei prodotti, il Legislatore europeo ha adottato una regolamentazione *ad hoc*, “esterna” all’impianto legislativo in materia di cartolarizzazioni, qui oggetto di analisi (v. Reg. (CE) n. 1060/2009, sul quale poi sono intervenuti il Reg. (UE) n. 513/2011 (CRA-2) e il Reg. (UE) n. 462/2013 (CRA-3)<sup>166</sup>. Anche la dimensione della distribuzione dei rischi e della sua rappresentazione, inerente all’informativa contabile, esula dalla presente trattazione in quanto investe il tema dell’adeguatezza dei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

---

<sup>166</sup> Cfr. P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, op. cit., p. 341 che sottolinea, appunto, come «l’unica area che viene lasciata al di fuori del perimetro del regolamento UE è quella delle società di valutazione del merito di credito, attività che pure si riconnette chiaramente alle operazioni di finanza strutturata. E’ da ritenere al riguardo che, poiché la disciplina relativa a dette società ha subito negli ultimi anni corposi interventi legislativi, la scelta del legislatore UE è stata, ragionevolmente, quella di mantenerle assoggettate alla disciplina della propria sedes materiae».



### III.2.1

#### UN REGIME DI TRASPARENZA AD HOC PER LE A.B.S.

Nel Report del 2008 *The subprime crisis*<sup>167</sup> veniva evidenziata l'urgenza e l'importanza di sviluppare in sede internazionale un catalogo di principi in materia di requisiti di trasparenza per i prodotti cartolarizzati. Invero, nel corso degli anni, IOSCO non aveva mancato di pubblicare raccolte di principi-guida internazionalmente riconosciuti e in grado di valere come *benchmark* di settore<sup>168</sup>. Tuttavia, si notava che i principi e gli standard ivi contenuti non potevano essere concretamente applicati alle emissioni di a.b.s.: in molti casi, tali regimi di *disclosure* non rispondevano alle peculiarità dei prodotti cartolarizzati. Di qui la necessità di fornire una nuova raccolta di principi *ad hoc*, ovvero "tagliati" su misura rispetto alle caratteristiche proprie di tali prodotti e da implementare negli ordinamenti finanziari.

*Disclosure principles for public offerings and listings of asset-backed securities*, del Giugno 2009<sup>169</sup> è il primo approdo di questo impegno. Scopo della raccolta era fissare principi applicabili alle offerte pubbliche di a.b.s., oggetto o meno di negoziazione in mercati regolamentati, ovvero alle emissioni c.d. private nel caso in cui la parte acquirente rivende, successivamente, i prodotti attraverso un'offerta pubblica.

Nella raccolta, pubblicata nella versione finale nel Febbraio 2010<sup>170</sup>, venivano fissati diciannove Principi riguardanti: a) le parti coinvolte nell'operazione (nn. 1-3); b) i dati sugli attivi cartolarizzati (nn. 4-6); c) i dati e le informazioni sui titoli emessi (n. 7); d) la struttura

---

<sup>167</sup> IOSCO, *op. cit.*, pp. 7 ss.

<sup>168</sup> Fra i quali: IOSCO, *Principles for periodic disclosure by listed entities*, Febbraio 2010; IOSCO, *International disclosure principles for cross-border offerings and listings of debt securities*, Marzo 2007; IOSCO, *International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers*, Settembre 1998.

<sup>169</sup> Consultabile in: [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD296.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD296.pdf).

<sup>170</sup> *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Febbraio 2010 ([www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf)).

dell'operazione (n. 8); e) le garanzie offerte (n. 9); f) gli strumenti derivati (n. 10); g) i rischi associati all'operazione (n. 11); h) i mercati sui quali le a.b.s. sono offerte (n. 12); i) le informazioni sull'offerta pubblica (n. 13); l) le informazioni sul regime di tassazione (n. 14); m) le procedure legali pendenti fra i partecipanti all'operazione (n. 15); n) i tempi e le modalità di rilascio dei report sull'andamento delle a.b.s. (n. 16); o) le relazioni e i rapporti intercorrenti fra le parti coinvolte nell'operazione (n. 17); p) l'indicazione di eventuali consulenti coinvolti nell'operazione e la loro posizione (n. 18); q) eventuali, ulteriori, informazioni rilevanti (n. 19).

Con riguardo alle informazioni sulle parti coinvolte nell'operazione gli investitori dovrebbero, anzitutto, poter sapere chi assume la responsabilità per le informazioni fornite nel prospetto e quale legge è applicabile nei confronti del responsabile (Principio n. 1). Inoltre, gli investitori dovrebbero poter conoscere l'identità dei soggetti coinvolti nell'offerta pubblica, ovvero l'*originator*, il promotore, l'*arranger*, l'eventuale *depositor*, il soggetto cui è affidata l'attività di *servicing* e l'ente emittente a.b.s. (ivi compresa la sua natura), nonché gli eventuali *advisor* coinvolti (Principio n. 2). Inoltre, per ciascun soggetto coinvolto, che mantiene un interesse rilevante nell'operazione, dovrebbero essere fornite informazioni sul ruolo e sulle responsabilità che assumono nell'operazione (Principio n. 3). Rilevanti, e quindi da offrire in comunicazione agli investitori, sono considerate anche tutte quelle informazioni relative ai rapporti fra i soggetti coinvolti nell'operazione (Principio n. 17), agli eventuali procedimenti legali pendenti nei confronti di uno di essi che possano avere un impatto per gli investitori (Principio 15), nonché alla partecipazione di soggetti che operano come esperti o consulenti ed eventuali loro situazioni di conflitto di interesse che ne determinano una posizione di non imparzialità (Principio n. 18). Per quanto, invece, concerne i dati relativi agli attivi cartolarizzati, le informazioni che dovrebbero essere rilasciate sono di tre tipi. In primo

luogo, di particolare rilievo sono quelle che riguardano la composizione e le caratteristiche intrinseche all'insieme di *asset* cartolarizzati (quali, il tipo di attivo, i criteri di selezione ed eventuali eccezioni, i processi e canali di "creazione", eventuali attività di *due diligence* nella selezione, indicate al Principio n. 5). In secondo luogo, rilevanti sono anche le informazioni in formato aggregato (*static pool*) che permettono di osservare la *performance* degli attivi sul lungo periodo (Principio n. 4). In terzo luogo, gli investitori dovrebbero poter avere accesso anche alle informazioni relative a taluni debitori. Di solito, nelle operazioni di cartolarizzazione vengono ricompresi attivi riferibili a un ampio numero di debitori, in alcuni casi, una parte rilevante di queste posizioni sono riferibili ad uno specifico debitore o categoria di debitori. In questi ultimi casi, quindi, anche le informazioni relative ai debitori possono assumere una certa rilevanza (Principio n. 6).

Con riguardo ai titoli emessi, invece, gli investitori dovrebbero poter conoscere termini e condizioni degli stessi – anche al fine di poter facilmente comparare gli stessi con altre opzioni di investimento (Principio n. 7) – nonché il profilo di rischio ad essi associato (Principio n. 11). In questo caso, si richiede oltre al rilascio di informazioni generali, fra le quali, quelle sulla natura dei titoli (certificati di partecipazione, notes, titoli di debito), interessi, piani di ammortamento e *credit rating* nonché una breve sintesi sul trattamento fiscale delle a.b.s. (Principio n. 14). Inoltre, se l'emissione avviene attraverso un'offerta pubblica, dovrebbero essere comunicati anche i dati relativi al periodo dell'offerta e l'ammontare complessivo dell'emissione (Principio 13).

In ottica più ampia, dovrebbe essere favorito il rilascio di informazioni sulla struttura dell'operazione: i flussi finanziari, la frequenza nella distribuzione dei pagamenti, spese e commissioni (dirette e indirette), i soggetti a cui corrisponderle, scadenza e meccanismi di pagamento anticipato (Principio n. 8). Anche le informazioni relative alle garanzie che assistono i titoli emessi dovrebbero essere oggetto di ampia

comunicazione al pubblico (Principio n. 9): si tratta delle garanzie interne e, eventualmente, esterne, con indicazione dei soggetti chiamati a prestarle e le condizioni di attivazione.

Il Principio n. 12 richiede inoltre il rilascio di informazioni relative al mercato di riferimento delle a.b.s., al fine di garantire all'investitore la possibilità di valutare anche il livello di liquidità del mercato secondario e degli stessi prodotti. In questo senso, assume rilevanza l'indicazione sia dei mercati regolamentati o meno nei quali i titoli saranno trattati, sia degli eventuali soggetti che si sono impegnati a sostenere la liquidità dei titoli. Infine, il Principio n. 19 lascia ai singoli ordinamenti la scelta se includere o meno nelle informazioni da rilasciare quelle relative alla presenza di contratti rilevanti e dichiarazioni da parte di esperti. Nel primo caso, l'informativa potrebbe essere comunicata anche riportando nel documento di offerta una breve sintesi del contratto, nel secondo, invece, con il consenso dell'esperto, il report o la dichiarazione potrebbe essere inclusa nella parte del documento d'offerta in cui queste rilevano. L'obiettivo raggiunto con questa prima raccolta di Principi è apparso, ben presto, un approdo intermedio e non definitivo.

Difatti, con riferimento a tale raccolta mancavano indicazioni puntuali in merito alla *disclosure* su base continuativa, da garantire attraverso il rilascio di report, di tipo periodico e/o a fronte di eventi di rilievo. Invero, un accenno ad essa era presente anche nella prima Raccolta. Il Principio n. 16, infatti, segnalava l'importanza per le parti di valutare l'inserimento nel contratto di investimento di clausole che assicurassero agli investitori il diritto di ricevere report, anche periodici, ed eventualmente disponibili via *web*, sull'andamento dei titoli.

A completamento del quadro precedente, IOSCO pubblicava una nuova raccolta di Principi dedicati alla c.d. «*ongoing disclosure*»: si tratta del Report *Principles for ongoing disclosure for asset-backed securities*, del

Febbraio 2012<sup>171</sup> (in versione definitiva, nel Novembre dello stesso anno<sup>172</sup>).

Gli undici principi-guida fissati non sostituiscono i precedenti, ma si aggiungono ad essi, integrandoli. Si tratta, infatti, di principi complementari da applicare all'attività di *reporting* che, nelle intenzioni di IOSCO, dovrebbero essere integrati fra gli obblighi di trasparenza imposti ai soggetti rilevanti di un'operazione di cartolarizzazione.

Anzitutto, i primi due principi chiariscono la portata della *ongoing disclosure* basata su report periodici e report di aggiornamento che si giustificano al ricorrere di eventi rilevanti.

I) L'aggiornamento delle informazioni, rispetto a quelle contenute nel documento di offerta, dovrebbe avvenire attraverso report annuali o, comunque, periodici fornendo dati relativi alle *performance* infra-periodo delle a.b.s.

II) Specifici report *ad hoc* dovrebbero, inoltre, essere rilasciati quando intervengono eventi rilevanti che incidono sull'andamento delle a.b.s. Entrambi i report svolgono una funzione complementare rispetto alle informazioni rilasciate inizialmente, ed evocata nel Principio.

III) La divulgazione di informazioni su base periodica o in relazione ad eventi significativi attraverso il rilascio di report agli investitori è funzionale ad incrementare la trasparenza dei prodotti cartolarizzati e agevolare l'attività di *due diligence* da parte degli stessi.

Ulteriori Principi sono, invece, fissati con riguardo alla modalità di rilascio delle informazioni e alla qualità delle stesse, anche rispetto al mercato.

IV) Le informazioni divulgate nei report periodici dovrebbero essere presentate correttamente, in modo non fuorviante o ingannevole e prive di omissioni su aspetti rilevanti. Inoltre, le informazioni dovrebbero essere presentate in modo chiaro e conciso, senza il ricorso a formule

---

<sup>171</sup> Consultabile in [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD372.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD372.pdf).

<sup>172</sup> Consultabile in [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD395.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD395.pdf).

linguistiche standard. Il Principio n. 4 evoca i concetti di correttezza, completezza e chiarezza che, unitamente ai successivi Principi nn. 5 e 7 sulla comprensibilità, comparabilità e tempestività dell'informazione, rappresentano i canoni essenziali di un'informativa di qualità.

V) Le informazioni rilasciate dovrebbero essere presentate in modo da facilitare l'analisi e la comprensione delle stesse da parte degli investitori. Il Principio pone l'accento sul modo in cui le informazioni sono rese. L'investitore dovrebbe essere in grado di analizzarle, comprenderle ma anche di compararle con quelle riferibili ad altri prodotti.

VI) I soggetti responsabili del rilascio delle informazioni dovrebbero essere chiaramente identificati. Il Principio fissa la regola dell'identificabilità del soggetto responsabile della *disclosure*, anche per il caso in cui siano coinvolti più soggetti.

VII) Le informazioni dovrebbero essere rese disponibili al pubblico degli investitori in maniera tempestiva. Ancora con riferimento alle modalità di rilascio, il Principio n. 7 evidenzia l'importanza del tempo, ovvero che fra il momento in cui il dato viene creato e destinato al report e quello di rilascio del report all'investitore vi sia uno scarto ridotto.

VIII) Tutti gli investitori e gli operatori di mercato dovrebbero essere nelle condizioni di avere un eguale e simultaneo accesso alle informazioni rilasciate. Il Principio n. 8, pur ammettendo alcune eccezioni, fissa una regola di equivalenza nell'accessibilità alle informazioni rilevanti, sia rispetto al contenuto delle stesse sia rispetto ai tempi (simultaneità).

IX) Se le a.b.s. sono trattate in sedi di negoziazione differenti, riferibili a diversi ordinamenti finanziari, le informazioni periodiche rilasciate in un mercato dovrebbero essere rilasciate, senza indugio, anche nelle altre sedi di negoziazione. Il Principio n. 9 impone un "allineamento globale" fra le informazioni presenti su tutti i mercati, a prescindere dalla localizzazione.

X) I report dovrebbero essere trasmessi o, in ogni caso, messi a disposizione dell’Autorità di vigilanza competente. Il Principio n. 12 promuove l’estensione dei poteri di vigilanza anche all’attività di *reporting* degli emittenti, che dovrebbero rendere disponibili i report rilasciati agli investitori per verificarne la conformità alla normativa di settore.

XI) L’ordinamento finanziario dovrebbe prevedere meccanismi di raccolta ed archiviazione delle informazioni relative alle operazioni, al fine di permettere l’accesso alle stesse da parte degli investitori, anche solo potenziali. Il Principio n. 11 fissa, quindi, un principio di libero accesso al pubblico degli investitori delle informazioni, che dovrebbe essere garantito attraverso un servizio, anche elettronico, offerto dal regolatore o da una *repository* autorizzata, che archivi i dati e li renda disponibili alla consultazione, a bassi costi e per un periodo di tempo sufficiente. Il tema, come si avrà modo di vedere nel prossimo paragrafo, si sovrappone con quello della trasparenza sui mercati secondari.

### III.2.1

#### TRASPARENZA NEI MERCATI SECONDARI: FOCUS SU POST-TRADE TRANSPARENCY SYSTEM

L’altra dimensione dei problemi in materia di trasparenza sollevati dalla crisi finanziaria è quella dei mercati secondari dei prodotti cartolarizzati, ove si sono riscontrati limiti al loro efficiente funzionamento, a causa dell’intrinseca opacità e della difficoltà di esprimere prezzi significativi. Su questo specifico fronte, già nel settembre 2009, IOSCO rilasciava un Report *ad hoc* nel quale, anzitutto, fotografava la situazione pre e post crisi dei “luoghi” delle negoziazioni e dei problemi di trasparenza in esso evidenziati: *Transparency of structured finance products*<sup>173</sup>.

---

<sup>173</sup> Consultabile in: [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD306.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD306.pdf).

Sebbene non mancassero esempi di ordinamenti che ammettevano e sostenevano la negoziazione di prodotti cartolarizzati sui mercati regolamentati, con conseguente assoggettamento ai relativi sistemi di trasparenza (*pre e post trading*), il mercato era – e rimaneva – orientato a svilupparsi al di fuori di essi. Dalle indagini svolte, infatti, si rilevava che la maggior parte dei prodotti cartolarizzati, a prescindere dagli emisferi, risultava trattata in mercati *over-the-counter* (o.t.c.).

Pertanto, pur sostenendo i richiami di alcuni Stati – ivi compreso quello italiano – ad estendere l'applicazione di tali regimi di trasparenza oltre i confini delle sedi tradizionali di negoziazione, e quindi alle *trading venues* di ultima generazione (a partire dagli *Multilateral Trading Facilities* (MTF) sino alle piattaforme di *trading* elettroniche (ETP), IOSCO finiva per sottolineare che qualsiasi intervento sarebbe stato inutile se non indirizzato principalmente ad elevare gli standard di trasparenza dei mercati o.t.c. A parte l'eccezione malesiana, infatti, nessun altro ordinamento prevedeva un sistema di trasparenza *post-trading* in caso di contrattazione ed esecuzione o.t.c.

L'assenza di regimi di trasparenza *post trading* sui mercati o.t.c. era quindi al centro delle attenzioni di IOSCO che registrava ed evidenziava le opposte valutazioni degli investitori e degli *originator* e venditori. I primi, favorevoli all'implementazione di tali regimi, rilevavano i potenziali benefici in termini di miglioramento nella formazione e determinazione dei prezzi e riduzione delle asimmetrie informative; di valorizzazione dei prodotti e, più in generale, dei portafogli; di incremento della fiducia nel mercato delle cartolarizzazioni; di possibilità di intercettare potenziali investitori *retail*<sup>174</sup>.

Specularmente, il fronte dei “creatori” e venditori di prodotti cartolarizzati opponevano la loro resistenza segnalando inconvenienti e potenziali svantaggi per l'intero settore. Fra l'altro veniva evidenziato

---

<sup>174</sup> Cfr. IOSCO, *op. ult. cit.*, p. 15-16.



che la natura non standardizzata dei prodotti cartolarizzati impedirebbe, anche attraverso un sistema di trasparenza *post trading*, di effettuare comparazioni significative. Inoltre, tali regimi, a detta degli stessi, rischiavano di minacciare la riservatezza delle strategie adottate e delle posizioni assunte fra concorrenti: difatti, il mercato è molto “stretto” e gli operatori, anche osservando il tipo di sottostanti, sono facilmente identificabili. Il rischio, ulteriore e più specifico, è quindi insito nella possibilità per operatori concorrenti di avvantaggiarsi dell’attività di *market making* svolta da un operatore, usando gli ultimi prezzi resi pubblici come punto di partenza, finendo per ridurre gli incentivi nell’attività stessa di *market maker*. Ancora, si segnalavano possibili meccanismi distorsivi fra maggiore trasparenza e “svendite”: difatti, in situazioni di mercati sottili, il deprezzamento di alcuni titoli, teoricamente non comparabili con altri, potrebbe spingere ad ulteriori vendite, incrementando, in definitiva, la volatilità dei mercati delle a.b.s. Infine, gli operatori segnalavano gli alti costi di implementazione, non supportati da altrettanti benefici sistemici, che avrebbero finito per essere scaricati sui clienti-investitori<sup>175</sup>.

Nel bilanciare costi e benefici, IOSCO finiva per sostenere le ragioni dei primi e concludeva incoraggiando i diversi ordinamenti finanziari ad implementare – ovvero a rafforzare, ove esistenti – i sistemi di trasparenza *post-trade*, prestando attenzione al mantenere un approccio “su misura” o adeguato alla particolare conformazione del mercato delle cartolarizzazioni oggetto di intervento, stante le diverse caratteristiche dei prodotti finanziari trattati alle diverse latitudini.

Nella ricerca e selezione di un regime quanto più rispondente alle premesse, IOSCO suggeriva di tenere fermi alcuni fattori-guida: a) il livello di liquidità o di negoziazioni sul mercato secondario di ogni tipo di prodotto cartolarizzato; b) l’iniziale e residuo ammontare delle

---

<sup>175</sup> IOSCO, *op. ult. cit.*, p. 16-18.

emissioni; c) le modalità prevalenti di collocamento dei prodotti cartolarizzati fra offerta pubblica e collocamento privato; d) l'ampiezza della base di investitori per ciascuno tipo di prodotto cartolarizzato; e) il grado di standardizzazione dei prodotti; f) la possibilità di estendere il regime di trasparenza *post-trade* già in essere per altri settori a costi ragionevoli<sup>176</sup>.

Con riferimento, invece, al tipo di informazioni oggetto di divulgazione, IOSCO invitava a considerare: a) la pubblicazione di report informativi *trade-by-trade* o aggregati su base periodica; b) il ricorso a strumenti idonei a garantire l'anonimato dei partecipanti al mercato; c) la possibilità di ragionevoli ritardi nella divulgazione delle informazioni relative alle negoziazioni; d) la pubblicazione di informazioni senza la divulgazione dei dati relativi al volume della singola operazione<sup>177</sup>.

### III.3

#### LE PRATICHE DI DUE DILIGENCE: UN QUADRO (TROPPO) ETEROGENEO

L'ultimo tassello del nuovo *framework* regolamentare, si è detto, risiede nel rafforzamento delle pratiche di *due diligence*, funzionale anche a ridurre il "peso" dei giudizi rilasciati da terze parti (su tutti: le agenzie di *rating*) ed evitare che l'investitore finisca per esternalizzare la valutazione sulla bontà o meno del prodotto cartolarizzato e fare un eccessivo ed acritico affidamento sui giudizi rilasciati da queste ultime, senza aver maturato un proprio autonomo apprezzamento.

Nel Rapporto finale *The subprime crisis*, si evidenziava, infatti, come «*in addition to the information given by issuers, investors should proceed with appropriate due diligence in order to ensure that they have a clear understanding of the different characteristics of each type of investment*» (pp. 9-10). In questo ambito, il lavoro prodotto dalla *Task Force* veniva

---

<sup>176</sup> IOSCO, *op. ult. cit.*, p. 20.

<sup>177</sup> IOSCO, *op. ult. cit.*, p. 20.

raccolto nel Report *Good practices in relation to investment managers' due diligence when investing in structured finance instruments* del Luglio 2009<sup>178</sup>.

A differenza degli altri Report, in questo caso, IOSCO non indicava nuove regole destinate ad essere implementate negli ordinamenti finanziari, ma vere e proprie Linee Guida sulle buone pratiche in materia di *due diligence*<sup>179</sup>.

Il dato di partenza da cui muovere veniva, al tempo, individuato nell'assoluta eterogeneità a livello internazionale delle attività di *due diligence* adottate dai diversi operatori e l'assenza, quindi, di un "linguaggio" comune sul come, rispetto ai prodotti strutturati, questa attività dovesse essere condotta. Sebbene, infatti, la *due diligence* sia funzionale a qualsiasi tipo di investimento, a prescindere dal fatto che abbia ad oggetto o meno un prodotto strutturato o cartolarizzato, nel contesto globale emergeva una profonda diversità negli approcci da seguire.

In alcuni ordinamenti, si rilevava, le attività di *due diligence* erano svolte entro una cornice regolamentare, in altri, invece, poggiavano solo sulle pratiche e prassi interne (che, a loro volta, trovavano o meno riscontro nella prassi di settore) o sull'esperienza maturata dagli investitori sui mercati. Inoltre, si segnalava, in quei contesti ove l'attività era regolata, in alcuni casi veniva dettagliata dal Legislatore sia sotto il profilo procedurale che sostanziale; in altri, invece, le norme si limitavano ad un generico richiamo alla dovuta diligenza con formulazioni astratte e richiami a principi di prudenza, lasciando ampio margine di incertezza. Per questa via, ogni investitore sembrava aver maturato una propria e "personale" idea di *due diligence* di settore. La non omogeneità era, in

---

<sup>178</sup> Consultabile in: [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf).

<sup>179</sup> Si legge, infatti, «*The purpose of this paper is to outline practices against which both the industry and regulators can assess the quality of due diligence processes. They are not intended to serve as comprehensive requirements as far as due diligence is concerned, or to impose any new obligations on any member of IOSCO*» (p. 5).

questo senso, il punto di partenza: in che cosa consiste effettivamente tale attività quando si confronta con un prodotto strutturato, in quali tempi essa deve essere svolta, qual è il grado di profondità dell'attività, e quali elementi devono essere considerati?

Se fare ordine era l'obiettivo, questo veniva anzitutto perseguito fissando cinque messaggi chiave: *a)* gli investimenti in prodotti cartolarizzati sono differenti rispetto agli altri investimenti tradizionali. I rischi sono differenti e impongono procedure di *due diligence* "su misura"; *b)* se il prodotto cartolarizzato risulta non comprensibile, non deve essere acquistato; *c)* l'attività di *due diligence* è e deve rimanere un processo a valore aggiunto, e non un mero esercizio burocratico (a *box-ticking process*); *d)* l'attività di *due diligence* si sviluppa in tre passaggi, che si ripetono ciclicamente, e riguardano la comprensione degli attivi cartolarizzati, la loro struttura e il modo in cui si inseriscono nel mandato di gestione dell'investitore istituzionale; *e)* la *due diligence* non è un processo statico bensì continuativo che ha inizio prima dell'investimento e termina o alla scadenza o con il disinvestimento<sup>180</sup>.

A fianco ai principi di cornice venivano poi indicate otto regole sulle modalità di svolgimento dell'attività di *due diligence*.

Anzitutto, nella valutazione di un prodotto cartolarizzato dovrebbe preliminarmente essere accertata la disponibilità, l'attendibilità e la rilevanza delle informazioni presenti sul mercato e sugli *asset* cartolarizzati.

Seconda: l'analisi degli attivi cartolarizzati dovrebbe avvenire assumendo che le informazioni relative ad uno specifico attivo non possono essere considerate identiche a quelle riferibili ad altri attivi della stessa categoria.

---

<sup>180</sup> IOSCO, *op. ult. cit.*, p. 9.

Terza: l'analisi della struttura di un prodotto cartolarizzato dovrebbe essere condotta tenendo in considerazione non solo lo scenario ordinario, ma anche quello di *stress*.

Quarta: l'investitore dovrebbe sempre assicurarsi di avere a disposizione risorse interne o esterne dotate della giusta esperienza nel condurre un'analisi, incluse competenze legali.

Quinta: a prescindere dalla struttura del prodotto cartolarizzato, l'investitore dovrebbe essere in grado di comprendere come il *cash flow* generato dall'operazione sia distribuito fra i diversi segmenti.

Sesta: l'investitore dovrebbe sviluppare, attraverso le buone pratiche esposte, un proprio autonomo giudizio sul prodotto cartolarizzato.

Settima: l'investitore dovrebbe verificare che l'investimento in prodotti cartolarizzati risulti coerente con il proprio mandato di gestione, l'informativa ai clienti e l'operatività interna.

Ottava: l'investitore dovrebbe comprendere la metodologia, i parametri e i presupposti che sono alla base del giudizio rilasciato da una terza parte.

Tali regole di condotta, secondo IOSCO, dovrebbero essere applicate durante tutto il processo di *due diligence*, in modo iterativo, e quindi nei tre diversi stadi in cui si sviluppa, ovvero analisi-comprensione, valutazione e monitoraggio.

## IV

### CRITERI PER UNA CARTOLARIZZAZIONE SEMPLICE, TRASPARENTE E STANDARDIZZATA

Si è visto che la "cura" ricostituente immaginata per il mercato delle cartolarizzazioni e raccomandata in sede internazionale poggiava sulla combinazione di iniziative regolamentari orientate ad una maggiore trasparenza, un minor peso dei giudizi delle agenzie di *rating* nella valutazione dei prodotti strutturati, più *due diligence* da parte degli

investitori istituzionali e, infine, l'implementazione di *risk retention rules*.

A questi primi obiettivi, sempre sul piano delle iniziative di *policy* e prendendo le mosse dalle riflessioni maturate in sede europea, si affiancava la proposta di individuare le condizioni di base per il riconoscimento di un prodotto cartolarizzato "di qualità". Vi era, infatti, evidenza che alcune tipologie di a.b.s., con determinate caratteristiche, avevano performato meglio rispetto alla media, soprattutto quelle emesse sul mercato europeo.

In *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, del maggio 2014, le banche centrali inglese ed europea sottolineavano «*It may be beneficial for the authorities to support the development of high-level principles that identify "qualifying securitisations". Such securitisations should be simpler, more structurally robust and transparent, enabling investors to model and understand with confidence the risks incurred*». Si precisava, inoltre, che «*"qualifying securitisations" would not be "risk free" and investors would still need to conduct proper due diligence around them. The principles that identify such securities would not aim to provide an opinion on credit or other risks. Rather, such a framework could promote securitisations where risk and payoffs could be more consistently and predictably understood and therefore make it more straightforward for investors to conduct their due diligence*»<sup>181</sup>.

A questa prima iniziativa faceva seguito quella congiunta del Comitato di Basilea (BCBS) e IOSCO, tradottasi in *Criteria for identifying simple,*

---

<sup>181</sup> BANK OF ENGLAND, EUROPEAN CENTRAL BANK, *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, Maggio 2014, consultabile in: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbboe\\_case\\_better\\_functioning\\_securitisation\\_market.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbboe_case_better_functioning_securitisation_market.en.pdf).

*transparent and comparable securitisations*, del Dicembre 2014<sup>182</sup>, sfociata nell'omonimo documento finale del Luglio 2015<sup>183</sup>.

Si tratta di un rapporto che nel restituire il quadro delle criticità e degli ostacoli che, secondo gli operatori finanziari e investitori coinvolti nell'indagine, impedivano al mercato delle cartolarizzazioni il progressivo recupero dei volumi ai livelli pre-crisi, segnalava due fattori su tutti: la percezione negativa intorno alla cartolarizzazione e le difficoltà a valutare i rischi associati ad un'operazione. Sotto il primo profilo, lo strumento delle cartolarizzazioni appariva come segnato da uno stigma: la fiducia degli investitori era stata intaccata dalle perdite accusate durante il periodo della crisi, dalla complessità dei prodotti e dal disvelamento di conflitti di interessi e di profonde asimmetrie informative fra cedenti, s.p.v e investitori. Sotto il secondo profilo, invece, si evidenziava una generalizzata difficoltà da parte degli operatori ad associare un determinato livello di rischio alle operazioni, segnalando come una maggiore possibilità di comparazione delle stesse avrebbe potuto aumentare il grado di confidenza e partecipazione al mercato delle cartolarizzazioni.

Il documento offriva tre linee di indirizzo: *a)* l'identificazione di criteri di semplicità, trasparenza e comparabilità che, se soddisfatti, avrebbero potuto agevolare la valutazione dei rischi associati alle operazioni; *b)* un approfondimento circa un possibile trattamento differenziato fra cartolarizzazioni a breve termine e non; *c)* il miglioramento dei livelli di standardizzazione della documentazione. Emergeva, quindi, e piuttosto chiaramente, una prima impostazione tesa, da una parte, a far emergere, i migliori standard qualitativi praticati sul mercato delle cartolarizzazioni e, dall'altra, ad indicare un possibile sviluppo

---

<sup>182</sup> Consultabile in: [www.bis.org/bcbs/publ/d304.pdf](http://www.bis.org/bcbs/publ/d304.pdf). V. anche G.B. DONATO, *Cartolarizzazioni omogenee, semplici e trasparenti. Comitato di Basilea e IOSCO indicano i criteri*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2015.

<sup>183</sup> Consultabile in: [www.bis.org/bcbs/publ/d332.pdf](http://www.bis.org/bcbs/publ/d332.pdf).

differenziato del trattamento delle cartolarizzazioni a breve termine e non.

Pertanto, semplicità, trasparenza e comparabilità rappresentano le coordinate fondamentali: la semplicità è la combinazione di attività sottostanti omogenee e semplici a una struttura non complessa; la trasparenza coincide con un livello di informazioni sufficienti affinché gli investitori possano assumere una decisione ponderata e valutare oggettivamente i rischi dell'investimento e, infine, la comparabilità è intesa come possibilità di facile confronto fra gli *assets* di una stessa classe.

Dall'altra parte, la puntuale definizione dei criteri seguiva un approccio basato sui rischi associati alle cartolarizzazioni, ovvero il rischio insito nelle attività sottostanti (*asset risk*), il rischio relativo alla struttura della cartolarizzazione (*structural risk*) e il rischio fiduciario e di servizio legato alle diverse parti coinvolte nell'operazione (*fiduciary e servicer risk*). In queste tre aree di rischio venivano quindi ricondotti quattordici criteri rispondenti agli obiettivi generali della semplicità, trasparenza e comparabilità (s.t.c.), e che se soddisfatti, potrebbero agevolare gli operatori di mercato a valutare i rischi e, più in generale, a ridurre la percezione negativa intorno alle cartolarizzazioni.

Il quadro, poc'anzi descritto, veniva così sintetizzato<sup>184</sup>:

---

<sup>184</sup> Estratto dalla versione dal rapporto finale, p. 5.



Section	Criteria summary	Purpose <sup>1</sup>
A. Asset risk	1. Nature of the assets	S, T, C
	2. Asset performance history	T, C
	3. Payment status	S, T, C
	4. Consistency of underwriting	S, C
	5. Asset selection and transfer	S, T, C
	6. Initial and ongoing data	S, T, C
B. Structural risk	7. Redemption cash flows	S
	8. Currency and interest rate asset and liability mismatches	S, C
	9. Payment priorities and observability	S, T, C
	10. Voting and enforcement rights	S, T, C
	11. Documentation disclosure and legal review	T, C
	12. Alignment of interests	S, C
C. Fiduciary and servicer risk	13. Fiduciary and contractual responsibilities	T, C
	14. Transparency to investors	T, C

<sup>1</sup> S = simplicity; T = transparency; C = comparability.

Sul valore dei criteri, il Report precisava che non si dovevano intendere come sostitutivi rispetto alle pratiche di *due diligence* degli investitori, ma come ausilio all'industria finanziaria nello sviluppo di prodotti di qualità. Inoltre, si sottolineava il carattere non vincolante («*The criteria are not, of themselves, a prescription for regulatory action*») e non esaustivo («*Additional and/or more detailed criteria may be necessary based on specific needs and applications*»; p. 3) dei criteri.

Poste queste premesse, venivano, quindi, dettagliati i singoli criteri. Anzitutto, i primi sei erano ricondotti entro l'*asset risk*: a) sulla natura degli attivi, per cui l'attività sottostante dovrebbe sempre consistere in crediti o pretese su crediti omogenei, considerati il tipo, la legge applicabile e la valuta; b) sulla *performance* storica degli attivi, che si traduce nel fornire agli investitori dati sulle eventuali perdite in diversi scenari di *stress* su crediti con profili di rischio sostanzialmente omogenei; c) sullo stato dei pagamenti, ovvero prevedere che nelle

operazioni di cartolarizzazione siano inclusi esclusivamente crediti o pretese effettivamente esigibili ed esclusi, quindi, *non performing loans* (NPL) da destinare a strutture più complesse; *d*) sulla coerenza della sottoscrizione, secondo cui l'*originator* dovrebbe garantire che il credito o la pretesa derivi dal normale corso degli affari e sia soggetto a procedure di sottoscrizione comuni; *e*) sulla selezione delle attività, che non dovrebbe avvenire su base discrezionale bensì nel rispetto di chiari e predefiniti criteri di selezione, incrociando anche il principio della vendita effettiva (*true sale*); *f*) dati iniziali e su base continuativa, per cui i dati tecnici sullo stato della cartolarizzazione dovrebbero essere resi disponibili agli investitori almeno trimestralmente durante il processo. Ulteriori sei criteri erano, inoltre, ricondotti all'interno della categoria *structural risk*: *g*) sui flussi di cassa di rimborso, nei casi di titoli soggetti al rischio di rifinanziamento, al fine di garantire che i crediti o le pretese sui crediti sottostanti non debbano essere rifinanziati in un breve periodo di tempo, non si dovrebbe fare affidamento sulla vendita o sul rifinanziamento degli stessi per il rimborso delle passività, a meno che il *pool* sottostante sia sufficientemente dettagliato e abbia profili di rimborso sufficientemente distribuiti; *h*) sul rischio di potenziali disallineamenti tra attività e passività connessi all'andamento di valute e tassi di interesse, l'*originator* dovrebbe mitigare per l'intera durata dell'operazione i suddetti rischi; *i*) sulla priorità nei pagamenti e monitoraggio, la gerarchia sul rimborso degli interessi e del capitale agli investitori dovrebbe essere definita chiaramente e descritta nella documentazione di offerta, con riguardo a tutte le circostanze che potrebbero incidere sui meccanismi di pagamento; *j*) sul diritto di voto e di *enforcement*, i diritti degli investitori dovrebbero essere chiari e trasferiti alla cartolarizzazione, ivi inclusi quelli che gli investitori *senior* possono far valere nei confronti degli *junior*; *k*) sulla divulgazione della documentazione e revisione legale, prima della fissazione del prezzo gli investitori dovrebbero ricevere tutta la documentazione, redatta in

modo completo e chiaro, concernente l'operazione, la quale dovrebbe, inoltre, essere revisionata da un soggetto terzo; l) sull'allineamento degli interessi, l'*originator* o altri soggetti rilevanti dovrebbero mantenere un'esposizione finanziaria rilevante e un incentivo in ordine al buon andamento dell'operazione.

Infine, entro l'ultima categoria, quella relativa a *fiduciary and servicer risk*, venivano indicati due criteri: m) sulle responsabilità fiduciarie e contrattuali, le parti coinvolte nell'operazione (su tutti i prestatori di servizi di *servicer*) dovrebbero dimostrare di possedere le competenze necessarie per gestire una cartolarizzazione e agire sempre secondo criteri di prudenza e ragionevolezza. Coloro che hanno responsabilità fiduciarie nei confronti degli investitori dovrebbero agire tempestivamente per proteggere gli interessi di questi ultimi e dimostrare capacità e risorse sufficienti per agire con diligenza nell'amministrazione del veicolo; n) sulla trasparenza nei confronti degli investitori, per aiutare a fornire ampia *disclosure* funzionale allo svolgimento della *due diligence* e per evitare che gli investitori siano soggetti a interruzioni impreviste nelle raccolte di flussi di cassa, gli obblighi contrattuali, i doveri e le responsabilità di tutte le parti chiave della cartolarizzazione dovrebbero essere definiti chiaramente sia nell'offerta iniziale che in tutta la documentazione successiva.

Sebbene i criteri stilati da BCBS-IOSCO non abbiano carattere vincolante né esaustivo, essi agevolano la ricostruzione di un quadro specifico entro il quale collocare una "nuova" categoria di prodotti in grado, almeno stando alle premesse, di rispondere meglio alla potenziale domanda di prodotti di qualità sul mercato.

Ampliando lo sguardo, però, sarebbe sin troppo riduttivo ricondurre i prodotti che rispondono a questi criteri a prodotti di qualità.

Difatti, il nuovo quadro regolamentare immaginato da IOSCO, fondato sul trinomio *due diligence-trasparenza-risk retention rule* (e sopra analizzato, attraverso il richiamo ai diversi Report), rappresenta già un

progetto ambizioso per un mercato a livello globale di qualità, o meglio, di elevatissima qualità se comparato con il mercato pre crisi.

Più corretto, forse, sarebbe immaginare questi criteri come utili a individuare prodotti meno sofisticati, il cui elemento qualificante risieda nella semplicità e omogeneità dei sottostanti, e quindi più adatti potenzialmente ad un pubblico *retail*.

Il lavoro promosso a livello internazionale è stato, infatti, orientato ad elevare – nel suo insieme – la qualità e gli standard dei prodotti cartolarizzati e non, invece, a “ritagliare” una nicchia di a.b.s. di qualità in un’offerta complessiva di bassa qualità.

Diversamente, si rischia di indurre gli investitori ad una (errata) distinzione fra buona cartolarizzazione e cattiva cartolarizzazione: e per questa via, un nuovo, non voluto, stigma che finisce per alimentare una percezione negativa su tutto ciò che non sarà etichettato come s.t.s. (semplice, trasparente e standardizzato).

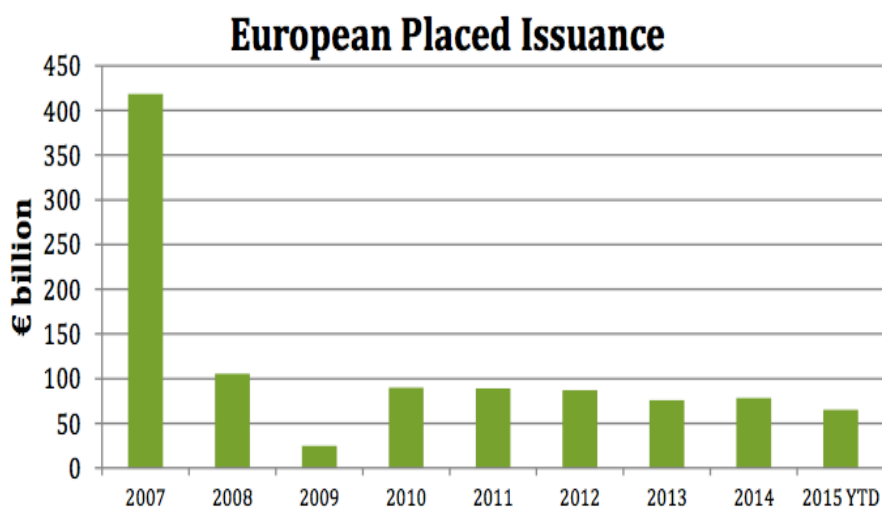
## V

### LE CARTOLARIZZAZIONI NELL’AGENDA DELLA CAPITAL MARKETS UNION

In ambito europeo, il tema delle cartolarizzazioni e del suo funzionamento è stato affrontato in un contesto decisamente ampio e non condizionato dalla sola necessità di “rappezzare” un segmento finanziario che aveva mostrato ampi e diffusi fallimenti di mercato. Piuttosto, lo strumento veniva ad assumere una valenza più strategica nell’ottica di un complessivo rilancio degli investimenti e del finanziamento dell’economia reale.

Andando in ordine. A livello macro, anzitutto, il tema agli occhi del Regolatore europeo si poneva in questi termini: da una parte, si osservava che i tassi di perdita rilevati nel segmento europeo, se comparati a quelli accusati Oltreoceano, risultavano molto più contenuti, e da ciò si desumeva che l’intero settore poteva essere riformato

partendo proprio da un “modello” europeo<sup>185</sup>. Dall'altra, invece, si segnalava che, nonostante il mercato europeo avesse performato meglio – o meno peggio –, a sette anni dall'inizio della crisi, non si riusciva ad intravedere una robusta ripresa (a differenza di quello statunitense). Difatti, secondo i dati raccolti dall'*Association for Financial Markets in Europe* (AFME)<sup>186</sup>, a fronte di emissioni pari a 418 miliardi di euro nell'anno (pre) crisi 2007, nel 2014, il valore complessivo delle emissioni in Europa non raggiungeva neppure gli 80 miliardi di euro, e in prospettiva, guardando al 2015, non si intravedevano segni di una possibile inversione di tendenza<sup>187</sup>.



Sebbene non siano mancati interventi regolamentari settoriali sul breve periodo, con l'obiettivo di dare risposte immediate ai fallimenti di

<sup>185</sup> Si legge, infatti, nell'*Action Plan* della Commissione Europea del Settembre 2015: «Al culmine della crisi è andato in sofferenza lo 0,1% dei prodotti di cartolarizzazione europei con le peggiori prestazioni che avevano un rating AAA. In confronto, i loro equivalenti statunitensi hanno registrato un tasso di sofferenza del 16%. Anche i prodotti di cartolarizzazione europei più rischiosi (rating BBB) hanno registrato risultati molto buoni, con lo 0,2% di casi di sofferenza tra quelli peggiori nel momento più acuto della crisi. Il tasso di sofferenza dei titoli statunitensi con rating BBB si è invece attestato al 62%» (p. 24).

<sup>186</sup> I dati sono disponibili in: [www.afme.eu/reports/data/details/securitisation-data-snapshot-q3-2015](http://www.afme.eu/reports/data/details/securitisation-data-snapshot-q3-2015).

<sup>187</sup> M. LAMANDINI, *Dalla crisi del credito alla Capital Markets Union. Una breve nota introduttiva*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) E. Ginevra, Torino, Giappichelli, 2019, p. 6, evidenzia, inoltre, che larga parte delle nuove emissioni avevano origine nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento con la BCE.

mercato osservati durante la crisi (come la già ricordata introduzione della regola di mantenimento del rischio con la dir. 2009/111/CE, in vigore dal 2011, per il settore bancario), a partire dal 2014, il Legislatore europeo ha intrapreso un percorso di riforma con l'obiettivo più ampio e ambizioso di rifondare interamente il mercato delle cartolarizzazioni a livello unionale, rivendicando le peculiarità e la qualità della cartolarizzazione *made in Europe*.

Difatti, sin dai primi atti di indirizzo politico della Commissione Juncker (2014-2019), il tema del rilancio del mercato delle cartolarizzazioni è stato legato al più generale programma economico «*Un piano di investimenti per l'Europa*» (Novembre 2014), con il quale si preannunciava anche il progetto della *Capital Markets Union* (CMU)<sup>188</sup>. In particolare, un intervento europeo in materia rientrava fra le azioni a carattere prioritario: obiettivo dichiarato era rifondare i «*mercati della cartolarizzazione di qualità evitando di ripetere gli errori commessi prima della crisi*», individuando il «*[...] modo migliore di presentare i criteri per semplificare e rendere più trasparenti e uniformi le operazioni di cartolarizzazione, prendendo spunto dalle misure adottate di recente nei settori assicurativo e bancario e dai lavori internazionali in questo campo*». L'approccio, quindi, sembrava riecheggiare quello offerto dalle istituzioni internazionali e si sottolineava l'esigenza di «*rilanciare questa categoria di attività*» in quanto «*contribuirà a sviluppare un mercato secondario profondo e liquido, ad attrarre una base di investitori più ampia e a migliorare l'allocazione mirata dei finanziamenti indirizzandoli dove sono più necessari*»<sup>189</sup>.

---

<sup>188</sup> Per lo stato di avanzamento del programma si rinvia alla pagina *web* dedicata, v. [ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union\\_it](http://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_it).

<sup>189</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Un Piano di investimenti per l'Europa*, Bruxelles, 26.11.2014 COM(2014) 903 final, pp. 15-16 (consultabile: [ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/IT/1-2014-903-IT-F1-1.PDF](http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/IT/1-2014-903-IT-F1-1.PDF)).

L'elemento centrale e ricorrente, inoltre, era quello del finanziamento dell'economia reale e, in particolare, delle PMI, storicamente dipendenti dal credito bancario – in quegli anni a rischio asfissia – e alla ricerca di canali di finanziamento alternativi. Urgenze, peraltro, tutte ancora pienamente avvertite, se si pensa alle conseguenze economiche indotte dalla pandemia COVID-19.

In questo scenario, il Libro Verde *Costruire un'Unione dei mercati di capitali* (Febbraio 2015) indicava fra i primi quattro interventi prioritari proprio quello in materia di cartolarizzazioni, evidenziando come queste possono «*costituire un potente meccanismo per trasferire il rischio e incrementare la capacità delle banche di concedere prestiti*» e che tale meccanismo possa meglio funzionare attraverso «*Un mercato UE sostenibile caratterizzato da cartolarizzazioni di alta qualità, fondato su strumenti di cartolarizzazione semplici, trasparenti e standardizzati*», di modo da «*fungere da ponte tra le banche e i mercati dei capitali*»<sup>190</sup>.

Sebbene nel Libro Verde il richiamo all'esigenza di interventi mirati a favorire un finanziamento *market based* delle PMI europee fosse largamente ricorrente, il rilancio del mercato delle cartolarizzazioni era, invero, funzionale maggiormente a favorire la ripresa del credito bancario, liberando spazi nei bilanci degli intermediari bancari per nuovi prestiti, attraverso queste operazioni.

Nell'*Action Plan* del Settembre 2015<sup>191</sup>, la Commissione Europea calibrava meglio le proprie intenzioni rispetto all'intervento nel settore delle cartolarizzazioni, richiamato nella Sez. 5 dedicata al macro-obiettivo «*Mobilizzare la capacità bancaria per sostenere l'economica nel suo complesso*». Il tema, infatti, veniva inquadrato più correttamente

---

<sup>190</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18.2.2015 COM(2015) 63 final, pp. 11-12 (consultabile all'indirizzo: [eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0063](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0063)).

<sup>191</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione *Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 30.9.2015, COM(2015) 468 final ([eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=IT](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=IT)).

nell'ambito del credito bancario, assumendo come presupposto che «*parallelamente ai lavori relativi all'Unione dei mercati di capitali, la Commissione sta riesaminando la regolamentazione del settore bancario, al fine di garantire un equilibrio ottimale tra la gestione del rischio e il sostegno alla crescita*» (p. 24).

Contestualmente alla comunicazione dell'*Action Plan*, la Commissione Europea presentava un pacchetto di riforme consistente in due proposte di regolamento del 30 settembre 2015, la prima con l'obiettivo di stabilire un quadro di norme comuni per tutte le cartolarizzazioni e di instaurare un quadro europeo per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (s.t.s.)<sup>192</sup>, la seconda, invece, con quello di rivedere i requisiti patrimoniali regolamentari previsti dal regolamento (UE) n. 575/2013 per gli enti cedenti, promotori o che investono in cartolarizzazioni, prevedendo agevolazioni per le operazioni s.t.s. nell'ambito dei requisiti di capitale<sup>193</sup>.

Così, il nuovo impianto regolamentare contenuto nella prima Proposta di regolamento finiva, innanzitutto, per riunire, con un approccio olistico, in un unico corpo normativo le disposizioni unionali in materia di cartolarizzazioni, e in particolare le regole di mantenimento del rischio, gli obblighi di *due diligence* e quelli di *disclosure*, instaurando anche un quadro di vigilanza pan-europeo. Inoltre, la Proposta definiva un quadro per le cartolarizzazioni s.t.s., fissandone i relativi criteri.

---

<sup>192</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012 ([ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-472-IT-F1-1.PDF](http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-472-IT-F1-1.PDF)), Bruxelles, 30.9.2015, COM(2015) 472 final 2015/0226 (COD).

<sup>193</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento ([eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)), Bruxelles, 30.9.2015, COM(2015) 473 final 2015/0225 (COD).



L'impianto della riforma recepiva anche l'opinione, rilasciata dall'ABE nel Luglio 2015<sup>194</sup>, in merito alla possibilità di identificare la categoria delle cartolarizzazioni di qualità, attraverso il riferimento ai concetti di semplicità, trasparenza e standardizzazione, accordando a queste ultime un trattamento sul piano dei requisiti di capitale differenziato e privilegiato, oggetto, invece, della seconda Proposta regolamentare (su tutte, come segnalato nella Proposta stessa, *«prevedendo una calibrazione adeguatamente sensibile al rischio per le cartolarizzazioni STS, purché rispettino anche i requisiti supplementari per ridurre al minimo il rischio, come raccomandato dall'EBA in tale relazione, il che comporta, in particolare, un fattore minimo di ponderazione del rischio più basso, del 10%, per le posizioni senior»*, rispetto al 15% applicato in via generale<sup>195</sup>).

---

<sup>194</sup> ABE, *Opinion of the European Banking Authority on a European framework for qualifying securitisation*, 7 Luglio 2015 ([eba.europa.eu](http://eba.europa.eu)).

<sup>195</sup> Cfr. *considerando* n. 9.

## CAPITOLO IV

### IL NUOVO FRAMEWORK NORMATIVO EUROPEO

*«La cartolarizzazione è un elemento importante ai fini del buon funzionamento dei mercati finanziari. Se strutturata in modo solido, la cartolarizzazione costituisce un importante canale di diversificazione delle fonti di finanziamento e di ripartizione più ampia del rischio all'interno del sistema finanziario dell'Unione»*

*Considerando 4, REG. (UE) N. 2402/2017*

**SOMMARIO:** **I.** PREMESSE SISTEMATICHE AL REG. (UE) N. 2402/2017; **II.** OGGETTO, AMBITO DI APPLICAZIONE E CORNICE DEFINITORIA; **III.** IL QUADRO DELLE DISPOSIZIONI COMUNI; **IV.** RIALLINEARE GLI INTERESSI E GOVERNARE IL MODELLO OTD; **IV.1** OBBLIGHI IN FASE DI CONCESSIONE DEI CREDITI E DI SELEZIONE DEGLI ATTIVI; **IV.2** LA (NUOVA) RISK RETENTION RULE; **V.** TRASPARENZA DEI PRODOTTI E TRASPARENZA DEL MERCATO; **V.1** OBBLIGHI DI TRASPARENZA; **V.2** I REPERTORI DI DATI SULLE CARTOLARIZZAZIONI; **V.3** DIVIETO DI RICARTOLARIZZAZIONE; **VI.** OBBLIGHI DI DOVUTA DILIGENZA; **VII.** LA VENDITA DEI PRODOTTI CARTOLARIZZATI AL CLIENTE RETAIL.

\*\*\*

Come anticipato nel precedente Capitolo III, le riflessioni maturate a livello internazionale sono state tradotte nell'ordinamento europeo in un pacchetto legislativo che essenzialmente muove lungo tre direttrici: *i)* l'instaurazione di un quadro normativo generale ed uniforme applicabile a tutte le operazioni di cartolarizzazione; *ii)* la creazione di una categoria di operazioni che risponde a determinati criteri di

semplicità, trasparenza e standardizzazione, e che vale a fondare un sottoinsieme specifico di operazioni di cartolarizzazione di (maggiore) qualità (s.t.s.); *iii*) la modifica del quadro regolamentare in materia di requisiti patrimoniali per gli enti creditizi e le imprese di investimento funzionale a garantire un trattamento prudenziale più sensibile al rischio per le cartolarizzazioni s.t.s. (tema che esula dalla trattazione del presente contributo).

L'iniziativa riformatrice veniva assunta interamente dal livello unionale ed inserita entro il più vasto programma della *Capital Markets Union*<sup>196</sup>. A livello normativo, le prime due linee di intervento sono state sviluppate nel Regolamento (UE) n. 2402/2017, mentre la terza attraverso il Regolamento (UE) n. 2401/2017, entrambi i regolamenti sono stati adottati in data 12 dicembre 2017 e applicabili dal 1° gennaio 2019.

La scelta di un approccio legislativo basato su regolamenti – piuttosto che direttive – evidenzia, anzitutto, l'esigenza di una piena armonizzazione, sia rispetto al quadro generale sia a quello specifico delle operazioni s.t.s.

Il ricorso a questa tecnica normativa, d'altronde, è ampiamente motivata: il Legislatore europeo facendo leva sul principio di sussidiarietà<sup>197</sup>, metteva in risalto un dato alquanto evidente, ovvero che gli obiettivi di regolamentazione non potevano essere conseguiti in altro modo e «*in misura sufficiente dagli Stati membri, dato che i mercati delle cartolarizzazioni operano su scala mondiale e che nel mercato interno è opportuno assicurare pari condizioni a tutti gli investitori istituzionali e ai soggetti che intervengono nelle cartolarizzazioni*» (considerando n. 46,

---

<sup>196</sup> Sul quale, in generale, si v. G. KASTELEIN, *Securitization in the capital markets union*, in *Capital markets union in Europe*, (a cura di) D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Oxford, Oxford University Press, 2018, pp. 464-483.

<sup>197</sup> Come noto, si tratta del principio codificato all'art. 5, par. 3, Trattato sull'Unione Europea, l'operatività del quale nell'esercizio delle competenze dell'Unione è dettagliato nel Protocollo n. 2 sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e proporzionalità.

Reg. (UE) n. 2402/2017), così sottolineando anche la necessità di fronteggiare il rischio di arbitraggio regolamentare.

L'approccio regolamentare, inoltre, si lascia apprezzare anche su un piano più generale: se, infatti, l'indirizzo di politica legislativa, almeno sul lungo periodo, dovrebbe essere quello dell'*Unione dei mercati di capitali*, lo strumento più adatto e performante non può che essere, almeno in via ordinaria, l'atto regolamentare distinto dal canone dell'armonizzazione massima.

In questo senso, se da una parte la scelta della tecnica regolamentare in materia sembra pienamente giustificata e coerente con le più ampie esigenze di riforma, dall'altra, mette in luce – ad ormai a sei anni dal suo avvio – tutti i limiti della restante parte del programma della CMU; ove, al contrario, la tensione all'armonizzazione massima – soprattutto se raffrontata ai risultati raggiunti con l'*Unione bancaria europea*<sup>198</sup> – appare meno evidente.

E di tale fatto mi pare sia testimone, fra gli altri, la discussione intorno all'intervento normativo in materia di obbligazioni bancarie garantite: a fronte di premesse che evidenziavano un quadro normativo frammentato e pratiche di vigilanza asimmetriche, il Parlamento Europeo invitava la Commissione Europea ad intervenire sulla materia attraverso lo strumento della direttiva con un approccio, quindi, basato su principi ed obiettivi e «rispettando i quadri normativi nazionali di riferimento»<sup>199</sup> (come poi avvenuto con la più recente adozione della dir. 2019/2162/UE).

---

<sup>198</sup> Sul rapporto fra legislazione bancaria europea e armonizzazione massima, v. R. D'AMBROSIO, *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'unione sui mercati finanziari, SEVIF e Unione Bancaria*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2017, pp. 1469-1473.

<sup>199</sup> Si veda, PARLAMENTO EUROPEO, Proposta di risoluzione, *Verso un quadro europeo per le obbligazioni garantite*, ove, fra l'altro, si legge che si «sottolinea che gli investimenti nazionali e transfrontalieri in OG hanno funzionato bene nei mercati dell'UE nell'ambito del quadro normativo attuale; evidenzia che la diversità di prodotti solidi e sicuri dovrebbe essere conservata»; e «sottolinea che un'armonizzazione obbligatoria dei modelli nazionali o la sostituzione degli stessi in favore di un modello europeo potrebbe avere conseguenze negative indesiderate sui mercati il cui successo attuale deriva dal

**PREMESSE SISTEMATICHE AL REG. (UE) N. 2402/2017**

Scopo precipuo del presente Capitolo e di quello successivo è l'analisi del Reg. (UE) n. 2402/2017 (d'ora in avanti, anche solo, *Regolamento*) che, come anticipato, è organizzato in due blocchi che corrispondono ai due macro obiettivi perseguiti dal Legislatore europeo: il primo – che copre i Capi 2 e 3 – stabilisce «*un quadro generale per la cartolarizzazione*», il secondo blocco, invece – racchiuso nel Capo 4 – «*un quadro specifico per le cartolarizzazioni STS*». A questi si aggiunge il Capo 5 dedicato agli assetti di vigilanza e al sistema di *enforcement*, il cui funzionamento è largamente affidato al livello nazionale.

Tuttavia, il sistema delle fonti europee in materia non si esaurisce con i due succitati Regolamenti. Difatti, occorrerà avere riguardo anche della legislazione europea di secondo livello e, in particolare, agli *standard tecnici vincolanti (binding technical standards – BTS)* elaborati dalle Autorità europee e racchiusi nelle norme tecniche di regolamentazione (*regulatory technical standards – RTS – emanati ai sensi dell'art. 290 t.f.u.e.*) e nelle norme tecniche di implementazione (*implementing technical standards – ITS – emanati ai sensi dell'art. 290 t.f.u.e.*), ai quali il Regolamento fa ampi rinvii.

A questi, inoltre, andranno aggiunti i riferimenti agli atti di *soft regulation* adottati direttamente dalle Autorità europee nell'esercizio di poteri di convergenza regolamentare attraverso raccomandazioni, linee guida e orientamenti.

---

*fatto che la normativa sulle OG è integrata nelle leggi nazionali; insiste affinché un quadro europeo maggiormente integrato si limiti a un approccio fondato sui principi che stabilisca gli obiettivi, ma lasci che modi e mezzi siano specificati in sede di recepimento negli ordinamenti nazionali; sottolinea che tale quadro dovrebbe essere basato su standard qualitativi elevati e tenere conto delle pratiche migliori, fondandosi sui regimi nazionali ben funzionanti senza sconvolgerli; sottolinea che il possibile nuovo quadro europeo per le OG, allineato con le pratiche migliori, dovrebbe essere un punto di riferimento per i mercati nascenti e dovrebbe migliorare la qualità delle OG» (consultabile: [www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0235\\_IT](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0235_IT)).*

Il Regolamento, unitamente alla summenzionata normativa secondaria europea, rappresenta un tassello normativo che si inserisce in un più ampio mosaico normativo che si sviluppa su due livelli, quello europeo e quello nazionale. E' noto che in materia di cartolarizzazioni l'approccio dei diversi ordinamenti statali è storicamente molto differente: vi sono, infatti, ordinamenti che hanno preferito non regolamentare il comparto (è il caso inglese), se non per limitati aspetti; e altri, invece, che sono intervenuti anche attraverso legislazioni di settore interamente dedicate (è il caso italiano, ma anche di quello francese, tedesco e spagnolo).

Così, sull'impianto normativo europeo andrà ad innestarsi anche l'eventuale legislazione degli Stati membri – opportunamente ripulita da aporie sistemiche. In questo senso, tutte le operazioni di cartolarizzazione che rientrano nell'ambito oggettivo di applicazione del Regolamento saranno soggette alle norme racchiuse nel quadro delle disposizioni comuni (Capo 2) – che, in ogni caso, prevarranno su eventuali disposizioni nazionali di segno contrario o incompatibili<sup>200</sup> – e a quelle previste dalla legislazione statale; mentre per quelle operazioni che ambiscono alla qualifica di s.t.s. si farà riferimento specifico anche alla legislazione europea e ai Capi ad esse dedicati.

## II

### OGGETTO, AMBITO DI APPLICAZIONE E CORNICE DEFINITORIA

Il primo Capo si apre con l'art. 1 dedicato alla definizione dell'oggetto (par. 1) e dell'ambito di applicazione (par. 2) del Regolamento. Il primo paragrafo fa trasparire immediatamente la duplice finalità dell'intero impianto regolamentare, ovvero – e nel senso sopra descritto – di

---

<sup>200</sup> In virtù del principio di primazia del diritto europeo; sulla portata del quale si consenta il rinvio a v. M. ROSSI, *Commento sub art. 2*, in *Commentario breve al testo unico finanziario*, (a cura di) V. Calandra Buonauro, Milano, CEDAM-Wolters Kluwer, 2020, pp. 39-42.

stabilire sia un quadro generale per tutte le operazioni di cartolarizzazione che un quadro specifico per quelle che ambiscono alla qualifica di s.t.s.

Il secondo paragrafo, invece, dispone nel senso che il Regolamento si applica «*agli investitori istituzionali e ai cedenti, ai promotori, ai prestatori originari e alle società veicolo per la cartolarizzazione*». Quest'ultimo inciso evidenzia che l'ambito di applicazione è stato tratteggiato avendo come punto di riferimento gli operatori coinvolti in un'operazione di cartolarizzazione, piuttosto che – dalla diversa prospettiva, per così dire, oggettiva – la *fattispecie*, ossia l'istituto della cartolarizzazione (come, ad esempio, nella legislazione di settore italiana<sup>201</sup>).

Nonostante il rilievo possa apparire meramente formale – e di poco conto – a parere di chi scrive sembra, invece, disvelare un tratto più ampio dell'indirizzo generale di politica legislativa: difatti, e come si avrà modo di chiarire di seguito, l'intero (nuovo) impianto normativo non è focalizzato sull'istituto in sé, quanto piuttosto e prevalentemente sul processo dell'operazione e alcune singole fasi di esso, o meglio ancora, sui comportamenti che gli operatori di mercato dovrebbero tenere, in ossequio ad obblighi di condotta definiti nel Regolamento e che, non a caso, sono tutti richiamati (seppure per titoli) già nel primo paragrafo dell'art. 1.

Tale impostazione tradisce anche le difficoltà, a cui inevitabilmente anche il Legislatore europeo è andato incontro, insite proprio nella possibilità di ricondurre entro una chiara definizione onnicomprensiva l'intero fenomeno finanziario in parola.

Il che peraltro emerge dalla lettura della cornice definitoria – interamente racchiusa all'art. 2 – che si apre proprio con una definizione di cartolarizzazione che, date le premesse esplicitate nei *considerando*,

---

<sup>201</sup> Si v., a tal proposito, l'art. 1, l. 130 aprile 1999, n. 130.

ambisce, da una parte, a porsi «*in linea*» con le altre definizioni contenute nelle normative europee di settore e, al contempo, ad essere in grado di «*abbracciare ogni operazione o schema mediante cui è segmentato il rischio di credito associato a un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni*»<sup>202</sup>. A ben guardare, le definizioni ivi contenute riproducono in larga parte quelle già scolpite all'art. 4, nn. 61 e ss., Reg. (UE) n. 575/2013, con l'effetto di generalizzare la loro valenza, in modo trasversale, su tutti i comparti finanziari<sup>203</sup>.

Spostando, quindi, l'attenzione sul dato normativo odierno si legge anzitutto che, ai fini del Regolamento, cartolarizzazione è «*l'operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti ...*»<sup>204</sup>. Inoltre, l'operazione rilevante ai fini del Regolamento è quella che possiede «*le seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o dello schema dipendono dalla performance dell'esposizione o dello schema; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema; c) l'operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) N. 575/2013*».

---

<sup>202</sup> Così il *considerando* n. 6.

<sup>203</sup> Cfr. art. 4, n. 61, Reg. (UE) n. 575/2013, ai sensi del quale con cartolarizzazione si intende «*un'operazione o uno schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o ad un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti aventi le due seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o dello schema dipendono dalla performance dell'esposizione o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema*».

<sup>204</sup> Come visto al Capitolo I, par. III, due possono essere gli approcci del Legislatore ai tentativi di definizione: uno funzionalistico e l'altro oggettivo. Il Legislatore europeo sembra aver optato per il primo approccio, mancando di richiamare quell'elemento tipico delle definizioni oggettive, ovvero quello della trasformazione dell'*asset* illiquido in *asset* liquido. Difatti, nelle definizioni di cartolarizzazione tradizionale (art. 2, n. 9) e di cartolarizzazione sintetica (art. 2, n. 10) il dato finalistico è messo in chiara evidenza: nella prima, sottolineando che trattasi di operazione che «*... comporta il trasferimento dell'interesse economico ...*»; nella seconda, evidenziando che realizza il «*... trasferimento del rischio mediante l'utilizzo di derivati ...*».



Due annotazioni in merito. La prima: come anticipato nel Capitolo I, la definizione non assume valenza onnicomprensiva del fenomeno. Si tratta, infatti, di una particolare forma di cartolarizzazione, ovvero quella segmentata (due o più *tranches*) nella quale le diverse classi che la compongono sono subordinate l'una all'altra<sup>205</sup>.

La definizione deve quindi essere necessariamente coordinata con quella successiva di “segmento” (contenuta al n. 6), da intendersi come la «*frazione contrattualmente definita del rischio di credito associato a un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni, in cui ad una posizione detenuta nella frazione è associato un rischio di perdita del credito maggiore o minore rispetto ad una posizione dello stesso importo detenuta in un'altra frazione, a prescindere dalle protezioni di credito fornite da terzi direttamente ai detentori delle posizioni nella frazione o in altre frazioni*»<sup>206</sup>.

La seconda annotazione è consequenziale alla prima: il “taglio” della definizione influenza l'ambito di applicazione del Regolamento.

Sotto il profilo oggettivo infatti, e procedendo per esclusione, il Regolamento non troverà applicazione rispetto alle cartolarizzazioni c.d. *mono-tranche* (difettando in questo caso il carattere della segmentazione) e rispetto a quelle operazioni che pur essendo segmentate (c.d. *multi-tranches*) difettano del rapporto di reciproca subordinazione fra le varie classi di a.b.s. (in questi casi i pagamenti sono effettuati *pro rata e pari passu*). Inoltre, per espressa previsione di legge, resteranno escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento anche quelle operazioni *multi-tranches* che si sostanziano in finanziamenti specializzati *ex art. 147, par. 8, Reg. (UE) n. 575/2013*<sup>207</sup>.

---

<sup>205</sup> In generale, sul tema, si rinvia al Capitolo I, § V.

<sup>206</sup> Così, ai sensi dell'art. 2, n. 18, Reg. (UE) n. 2402/2017, definiremo segmento prime perdite (*first loss*) quello più subordinato in quanto è il primo segmento che sopporta le perdite sulle esposizioni cartolarizzate, proteggendo quelle di rango superiore (*second loss* e via dicendo...).

<sup>207</sup> Si tratta delle esposizioni verso imprese che gli intermediari bancari distinguono e classificano come finanziamenti specializzati allorquando: a) sono esposizioni

Ancora, richiamando le nozioni già esposte nel Capitolo I, par. 3, dovrebbero, invece, intendersi ricomprese nell'ambito di applicazione tutti i tipi di cartolarizzazione c.d. tradizionali, stante anche la definizione contenuta all'art. 2, n. 9 (secondo la quale si considerano tali quelle che «*comportano il trasferimento dell'interesse economico nelle esposizioni cartolarizzate tramite il trasferimento della proprietà di tali esposizioni dal cedente a una SSPE ovvero tramite un sub-partecipazione da parte di una SSPE, laddove i titoli emessi non rappresentino obbligazioni di pagamento del cedente*»), salvo, ovviamente, che non difettino del requisito della segmentazione. Pertanto, oltre alla cartolarizzazione tradizionale realizzata attraverso un ente veicolo, si dovranno considerare ricomprese quelle realizzate mediante il meccanismo della sub-partecipazione (per espresso richiamo di legge) ma anche quelle realizzate mediante un fondo di investimento.

Anche le cartolarizzazioni sintetiche – definite all'art. 2, n. 10 come quelle operazioni nelle quali il trasferimento del rischio è realizzato mediante l'utilizzo di derivati su crediti o di garanzie personali e le esposizioni oggetto della cartolarizzazione restano esposizioni del cedente – dovrebbero intendersi incluse nel perimetro applicativo del Regolamento. In particolare, nessun dubbio pare sorgere in merito alle cartolarizzazioni realizzate attraverso l'emissione di *credit link notes* (c.l.n.), ovvero operazioni *funded*. E' dubbio, invece, che possa essere ricompresa l'operazione *unfunded*: in questo caso, infatti, lo schema oltre a difettare del carattere della conversione degli attivi in strumenti finanziari, manca dell'altro carattere della subordinazione e dell'emissione di a.b.s. in *tranche*.

---

verso entità create ad hoc per finanziare o amministrazione attività materiali o esposizioni economicamente analogo; b) le condizioni di finanziamento attribuiscono al finanziatore il controllo sulle attività e sul reddito da esse prodotto; c) la fonte primaria del rimborso del finanziamento è rappresentata dal reddito generato dalle attività (materiali) finanziate piuttosto che dalla capacità dell'impresa commerciale (cfr. art. 147, comma 8, Reg. (UE) n. 575/2013 e *considerando* n. 6, Reg. (UE) n. 2402/2017).

Infine, per quanto riguarda le operazioni di auto-cartolarizzazione, come visto, queste si caratterizzano per il fatto che gli strumenti finanziari che traggono origine dalla cartolarizzazione non sono destinati agli investitori, bensì ad essere sottoscritti dallo stesso *originator*, per essere poi utilizzati come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea. Anche in questi casi, normalmente, non difetta né la segmentazione né la subordinazione, ma allo stesso tempo non viene a realizzarsi quel fenomeno di trasferimento del rischio che è carattere essenziale in ambedue le definizioni citate e offerte dal Legislatore europeo (art. 2, nn. 9 e 10).

Pertanto, tali operazioni sebbene non possano essere escluse dall'ambito di applicazione sulla base dell'elemento della segmentazione e subordinazione (che, per l'appunto, potrebbe ricorrere), paiono non essere ricomprese nell'ambito oggettivo di applicazione in ragione dell'assenza del trasferimento del rischio. Medesimo discorso potrebbe valere anche per le cartolarizzazioni con doppia garanzia, sulle quali, però, il Legislatore europeo ha già optato per l'adozione di una disciplina *ad hoc*<sup>208</sup>, esterna alla cornice normativa del Reg. (UE) n. 2402/2017.

A fianco alle definizioni "generali" di cartolarizzazione se ne pongono poi due ulteriori: quella di "cartolarizzazione rotativa"<sup>209</sup> e quella di "ri-cartolarizzazione"<sup>210</sup>. La prima sembra influenzare l'ambito oggettivo di applicazione del Regolamento, in quanto riconoscendo "cittadinanza" all'esposizione rotativa<sup>211</sup> (ancorché nell'ambito di un'operazione

---

<sup>208</sup> V. la recente dir. 2019/2162/UE (c.d. dir. OBG) e il Reg. (UE) n. 2160/2019 che modifica il Reg. (UE) n. 575/2013 (per un commento sul nuovo quadro normativo in materia, v. T. SVETINA, G. GULLI, *Il nuovo regime dell'Unione Europea in materia di obbligazioni bancarie garantite*, 2020, in *dirittobancario.it*).

<sup>209</sup> Ai sensi dell'art. 2, n. 16, si tratta della «*cartolarizzazione la cui struttura ha natura rotativa grazie all'aggiunta o alla sottrazione delle esposizioni dal portafoglio di esposizioni indipendentemente dal fatto che le esposizioni abbiano o meno natura rotativa*».

<sup>210</sup> Ai sensi dell'art. 2, n. 4, si tratta della «*cartolarizzazione in cui almeno una delle esposizioni sottostanti è una posizione verso una cartolarizzazione*».

<sup>211</sup> Ai sensi dell'art. 2, n. 15, si tratta di «*un'esposizione nella quale il saldo in essere può variare in funzione degli utilizzi e dei rimborsi decisi dai mutuatari entro un limite contrattualmente concordata*».

segmentata) estende l'applicazione della nuova disciplina anche a quelle operazioni caratterizzate dal meccanismo rotativo. La seconda, invece, è funzionale esclusivamente a fondare il divieto generale di ricartolarizzazione (di cui all'art. 8, e sul quale ci si soffermerà più avanti; v. *infra* § VII).

Spostando l'attenzione sui "soggetti", anche questi ultimi vengono puntualmente definiti. Anzitutto, l'art. 2, n. 3 definisce cedente (o *originator*) il soggetto che: a) «*in prima persona o per il tramite di soggetti connessi, direttamente o indirettamente, ha partecipato al contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore o del potenziale debitore che originano le esposizioni cartolarizzate*»; o b) «*che acquista le esposizioni di un terzo per proprio conto e successivamente le cartolarizza*». Parimenti, definisce "prestatore originario" come quel «*soggetto che, in prima persona o per il tramite di soggetti connessi, direttamente o indirettamente, ha concluso il contratto originario che ha costituito le obbligazioni o le potenziali obbligazioni del debitore o del potenziale debitore le quali originano le esposizioni cartolarizzate*» (art. 2, n. 20).

Come anticipato al Capitolo I, le citate definizioni recepiscono la possibilità di una dissociazione fra chi ha partecipato al sorgere del rapporto *latu sensu* finanziario, poi oggetto di cartolarizzazione (il prestatore originario, appunto) e chi invece essendosi reso acquirente o cessionario di tali rapporti, diventandone titolare, decide poi di dare il via ad un'operazione di cartolarizzazione.

Tuttavia la definizione di «*prestatore originario*» non appare del tutto corretta: se da una parte, infatti, come si dirà subito appresso, si è voluto utilizzare la formula generica di "esposizioni" per indicare le entità cartolarizzate (proprio per ricomprendere il più ampio ventaglio di *asset*); dall'altra il richiamo al concetto di prestatore rievoca quello di intermediario bancario o finanziario in genere, e quindi indirettamente

solo quello di “attivi” nella forma di crediti derivanti da rapporti di finanziamento.

Anche nel quadro normativo europeo è assente qualsiasi indicazione circa il tipo e la natura delle entità “cartolarizzabili”, richiamando il solo concetto, ancora più sfumato, di «*esposizione verso una cartolarizzazione*». Come anticipato nel Capitolo I, si tratta tuttavia di una scelta ben comprensibile, soprattutto se assunta a livello unionale.

Il Regolamento, infine, definisce anche la società veicolo (art. 2, n. 2), il gestore (art. 2, n. 13) e gli investitori (art. 2, nn. 11-12).

Lo s.p.v. (o SSPE) è una «*società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti al solo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta ad isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente*». Anche in questo caso, la definizione è la più ampia possibile, dovendo tenere in considerazione le innumerevoli opzioni praticate nei diversi ordinamenti (il modello societario, tipicamente “continentale”; quello che prevede l’uso di un *trust*, tipico del mercato anglosassone<sup>212</sup>; il fondo comune, tipico nella prassi francese, etc.), al punto però da apparire eccessivamente estesa con quel riferimento incerto alla possibilità che SSPE possa essere qualsiasi «*altro soggetto*».

La definizione, inoltre, richiama alcuni dei caratteri essenziali dell’ente veicolo, ovvero la sua funzione di rendersi acquirente/cessionario delle esposizioni, garantendo la separazione patrimoniale dalle attività dell’*originator* («*la cui struttura è volta ad isolare ...*») e l’oggetto sociale esclusivo («*costituiti allo scopo di effettuare [...], le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo*»), mentre non richiama la funzione di entità-emittente a.b.s., che come ricordato nel Capitolo I, nella prassi viene delegata ad un altro s.p.v.-*issuer*.

---

<sup>212</sup> Non richiamato nella precedente definizione contenuta all’art. 4, n. 66, Reg. (UE) n. 575/2013.

Alla definizione dell'art. 2, n. 2 va associata la trattazione dell'art. 4, rubricato «*requisiti per le SSPE*» (norma inserita in fase di approvazione). La norma con formulazione poco chiara impone che le SSPE «*non siano stabilite in un paese terzo al quale si applichi uno degli elementi seguenti*» (da leggersi come: un Paese terzo che si trovi in una delle due condizioni): a) risulta inserito dal Gruppo di Azione Finanziaria nell'elenco delle giurisdizioni ad alto rischio e non cooperative, prevista per il contrasto al riciclaggio e altre pratiche fiscali abusive; b) non abbia firmato un accordo con uno Stato membro che permetta di garantire che lo stesso Paese rispetti le norme stabilite nell'art. 26 del modello di convenzione fiscale dell'OCSE «*in materia di imposte sul reddito e sul patrimonio o nel modello di accordo dell'OCSE sullo scambio di informazioni in materia fiscale, e assicura un efficace scambio di informazioni in materia fiscale, compresi eventuali accordi fiscali multilaterali*».

Infine, è opportuno soffermarsi anche sulla figura degli “investitori”, ovvero «*la persona fisica o giuridica che detiene una posizione verso una cartolarizzazione*» (art. 2, n. 11). Nel quadro definitorio vengono definiti solo gli «*investitori istituzionali*»<sup>213</sup>, mentre la categoria degli «*investitori al dettaglio*», che a determinate condizioni possono detenere posizioni verso una cartolarizzazione, è richiamata all'art. 3 con rinvio diretto all'art. 4, par. 1, n. 11 dir. 2014/65/UE (MiFID II). Mentre la prima categoria è funzionale all'identificazione dei soggetti tenuti a rispettare gli obblighi di *due diligence* (preventiva e su base continuativa) quella, invece, di clienti al dettaglio è funzionale rispetto agli obblighi imposti ai venditori di a.b.s. che, come si vedrà, sono tenuti ad effettuare due ordini di verifiche prima di poter procedere alla vendita nei loro confronti.

---

<sup>213</sup> Ovvero un'impresa di assicurazione (ex art. 13, dir. 2009/138/CE); un'impresa di riassicurazione (ex art. 13, dir. 2009/138/CE), l'ente pensionistico aziendale o professionale (ex art. 2, dir. 2016/2341), un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA, ex art. 4, dir. 2011/61/UE); una società di gestione di OICVM (ex art. 2, dir. 2009/65/CE); un ente creditizio (ex art. 4, Reg. (UE) n. 575/2013).

Quando, invece, il Legislatore intende riferirsi ad entrambi indistintamente fa riferimento ai «*detentori di posizioni verso la cartolarizzazione*», come all'art. 7 ove si individuano i destinatari del flusso informativo generato dal rispetto degli obblighi di trasparenza imposto ad *originator*, s.s.p.e. ed eventuale promotore.

### III

#### IL QUADRO DELLE DISPOSIZIONI COMUNI

L'analisi delle «*disposizioni applicabili a tutte le cartolarizzazioni*» copre i Capi 2 e 3, ma anche gli articoli 3 e 4 del Capo I. A mò di premessa, pare utile una panoramica sul *set* degli strumenti di regolamentazione messi in campo dal Legislatore europeo.

Come si andrà a verificare nel dettaglio, si può osservare una combinazione molto ampia di disposizioni che, operando *ex ante*, mirano a fronteggiare i diversi e potenziali fallimenti di mercato che hanno afflitto, e rischiano di affliggere, il settore delle cartolarizzazioni.

Anzitutto, si può notare come sul piano della “partecipazione” al mercato delle cartolarizzazioni (*entry regulation*<sup>214</sup>) si sia intervenuti limitando la possibilità di offerta di posizioni verso cartolarizzazioni ai clienti al dettaglio, con un approccio legislativo “paternalistico”, tipico delle misure c.d. *product regulation*<sup>215</sup>, di cui è evidente espressione l'art. 2 (sul quale ci si soffermerà a § VII). Parimenti, alla stessa logica regolamentare, sembra ispirato anche il divieto di ricartolarizzazione (art. 8), in forza del quale non possono essere offerti sul mercato

---

<sup>214</sup> Con ciò intendendosi ogni misura regolamentare che «*affects the ability of (would be) participants in the financial system to engage in financial transactions with other participants. From the user's perspective, this means participation restrictions. These inhibit the ability of market players to engage in particular sorts of financial transaction*» (J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J. N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *op. cit.*, p. 74).

<sup>215</sup> Ossia un tipo di misura regolamentare che rappresenta una variante delle misure di *entry regulation*, e caratterizzate dal fatto che «*affects the ability of firms to offer particular types of product to (particular types of) investors*» (J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J. N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *op. cit.*, p. 74).

prodotti cartolarizzati che rappresentano, a loro volta, posizioni verso cartolarizzazioni, salvi i casi di fini legittimi (per cui è richiesta un'autorizzazione da parte delle Autorità di vigilanza di settore).

Sempre l'art. 2, inoltre, è anche esempio dell'imposizione di regole di condotta nei confronti degli intermediari finanziari (*conduct regulation*<sup>216</sup>) i quali, in deroga al divieto generale e nel rispetto di determinate condizioni, sono ammessi a vendere prodotti cartolarizzati al segmento *retail* dopo aver effettuato una verifica d'idoneità.

Ancora, gli artt. 6 (obblighi di mantenimento del rischio) e 9 (sui criteri di concessione dei crediti) rappresentano entrambi due ulteriori esempi di *conduct regulation*, imponendo, il primo, il mantenimento nel bilancio dell'*originator* di una porzione del rischio associato all'operazione, il secondo, invece, l'adozione da parte dell'*originator* degli stessi criteri di finanziamento per quelle attività destinate ad essere cartolarizzate e quelle che sono destinate ad essere detenute in bilancio.

Invero, da una prospettiva parzialmente differente, il secondo obbligo finisce per rappresentare anche una misura di *product regulation*, limitando la possibilità dell'*originator* di "confezionare" e, quindi, offrire sul mercato a.b.s. i cui sottostanti sono il risultato di operazioni di finanziamento non valutate secondo modelli interni ordinari. Parimenti, sembra iscriversi nell'ambito di un intervento di *product regulation* anche l'art. 6, par. 2 che impone all'*originator*, nella fase di selezione degli attivi cartolarizzabili, di non destinare all'operazione quegli attivi che abbiano un profilo di rischio maggiore rispetto agli altri attivi detenuti e mantenuti in bilancio.

Sotto altro versante, il Legislatore ha poi attinto ampiamente dalle tradizionali tecniche regolamentari dell'*information regulation* di cui

---

<sup>216</sup> Ossia quella misura regolamentare che «*dictates appropriate standards of conduct to participants in the financial system. From the perspective of both users and firms, there are trading restrictions, which affect the way in which trades in securities may be conducted*» (J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J. N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *op. cit.*, p. 74).



sono espressione, fra gli altri, l'art. 7 in materia di obblighi di trasparenza in capo ai cedenti, ai promotori e alle s.s.p.e., da adempiere anche attraverso un sistema di repertori di dati mutuato dalla normativa sui derivati. Obblighi di trasparenza, peraltro, funzionali principalmente all'assolvimento di un altro obbligo di condotta, quello di *due diligence*, di cui sono destinatari gli investitori istituzionali (art. 5, sul quale § VI). Ciò premesso, nell'analisi che segue delle singole disposizioni contenute nella Parte generale del Regolamento, si tenterà di mantenere fede all'approccio fin qui adottato nel tentativo di mettere in evidenza e tenere in stretta correlazione i fallimenti di mercato osservati dalla scienza economica (ovvero il punto di partenza da cui muove, o dovrebbe muovere, il Regolatore; secondo quanto visto nel Capitolo II); le linee di *policy* proposte a livello internazionale e non solo (ovvero le direttrici lungo le quali dovrebbe essere costruito il nuovo quadro regolamentare; secondo quanto visto nel Capitolo III) e, infine, le norme (ovvero il risultato "tangibile" di questo processo che vede il Legislatore, a qualsiasi latitudine, tentare di soddisfare i nuovi "bisogni" di regolamentazione finanziaria).

#### **QUADRO SINOTTICO PER OBIETTIVI/REGOLE**

<b>OBIETTIVI</b>	<b>REGOLE</b>
<b>ALLINEARE GLI INTERESSI E GARANTIRE QUALITA' DEI SOTTOSTANTI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MANTENIMENTO DEL RISCHIO (ART. 6)</li> <li>- CRITERI DI CONCESSIONE DEL CREDITO (ART. 9)</li> <li>- DIVIETO DI TRASFERIMENTO DEGLI ATTIVI CON PROFILO DI RISCHIO COMPARABILMENTE SUPERIORE (ART. 6, PAR. 2)</li> </ul>
<b>TRASPARENZA NELLA VALUTAZIONE DEI PRODOTTI E SUL MERCATO SECONDARIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OBBLIGHI DI DISCLOSURE (ART. 7)</li> <li>- OBBLIGHI DI SEGNALAZIONE E REPORTING (ART. 7, PAR. 2; ARTT. 10-17)</li> </ul>
<b>DUE DILIGENCE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OBBLIGHI DI PREVENTIVA VERIFICA (ART. 5, PAR. 1)</li> </ul>

#### IV

#### **RIALLINEARE GLI INTERESSI E “GOVERNARE” IL MODELLO OTD**

Come ampiamente riferito, il primo imperativo dell’agenda riformatrice consisteva in un intervento regolamentare in grado di favorire l’allineamento degli interessi di cui sono portatori i partecipanti all’operazione, di ridurre gli endemici conflitti di interessi osservati nella catena dell’operazione di *securitisation* e di limitare le storture nei meccanismi di funzionamento del modello *originate-to-distribute* (fra le quali, il consequenziale deterioramento della qualità degli attivi cartolarizzati).

Nel Regolamento l’obiettivo sembra perseguito attraverso la combinazione di più regole di condotta. Il nuovo quadro regolamentare non si limita, infatti, a recepire e fissare una *risk retention rule* (art. 6), considerata largamente il rimedio più efficace nel perseguimento di tale scopo, ma stabilisce ulteriori due regole di condotta che si affiancano alla prima.

Si tratta di quelle previste, da una parte, all’art. 9 che impone il rispetto di determinati criteri nella concessione dei crediti, poi oggetto di cartolarizzazione, e all’art. 6, par. 2 che, sebbene racchiuso nell’articolato normativo dedicato alla *retention rule*, non deve essere confuso con essa, esprimendo un obbligo di condotta differente (ovvero il divieto di selezionare fra gli attivi destinati all’operazione di cartolarizzazione queglii attivi che comparabilmente con quelli mantenuti in bilancio mostrano una propensione ad accusare perdite più alte).

Entrambi gli obblighi, finiscono per agire in una fase immediatamente antecedente a quella di emissione: il primo, infatti, si inserisce già nella

fase di “creazione” dei rapporti di finanziamento, l’altra nella fase di selezione e costruzione dell’operazione di cartolarizzazione, in un certo modo supportando *ex ante* l’applicazione della regola di mantenimento del rischio che, invece, agisce *ex post*.

Si inizierà col trattare di queste ultime due per poi passare all’analisi della nuova *retention rule*.

## IV.1

### OBBLIGHI NELLE FASI DI CONCESSIONE DEI CREDITI E DI SELEZIONE DEGLI ATTIVI

Anzitutto, l’art. 9 impone che *originator*, promotore e prestatore originario applichino criteri equivalenti nella fase di concessione del credito in relazione, da una parte, ai rapporti che sono destinati ad essere oggetto di cartolarizzazione e, dall’altra, a quelli che, invece, sono destinati ad essere mantenuti in bilancio<sup>217</sup>.

Scopo precipuo della norma è quello di prevenire ed evitare che esposizioni di bassa qualità siano “create” al solo fine di essere poi cartolarizzate. In particolare, l’obbligo si sostanzia nell’imposizione di un regime di equivalenza per cui gli stessi criteri – solidi e definiti con precisione *ex ante*, tenendo conto delle differenze insite nei diversi tipi di finanziamento – debbono essere applicati a tutti i rapporti, a prescindere che vengano poi cartolarizzati o meno. Allo stesso modo, l’equivalenza deve essere mantenuta su base continuativa in caso di eventuali modifiche, rinnovi e rifinanziamenti.

A tale fine gli operatori destinatari dell’obbligo devono: *i*) predisporre sistemi efficaci per l’applicazione dei suddetti criteri; *ii*) approntare procedure idonee ad assicurare che il finanziamento sia basato su una

---

<sup>217</sup> La norma rappresenta una “riedizione” dell’art. 408 Reg. (UE) n. 575/2013, ed era già presente nell’articolato normativo della dir. 111/2009/CE (CRD II), all’art. 122 *bis*, par. 6.

valutazione approfondita del merito di credito; *iii*) tenere in conto tutti i fattori che possano incidere sulla prospettiva di rientro del debitore.

La norma andrà poi necessariamente coordinata con la legislazione di settore che permette di individuare quali criteri, procedure, controlli e, infine, sistemi devono essere adottati in fase di concessione del credito. Così, per il caso degli enti creditizi e le imprese di investimento (come definite all'art. 4, par. 1, n. 3, Reg. (UE) n. 575/2013), si dovrà fare riferimento alle Linee Guida dell'EBA rilasciate nel corso del 2015<sup>218</sup>, e a partire dal Giugno 2021, dalle nuove Linee Guida specificatamente destinate a trovare applicazione rispetto «*ai dispositivi e alle procedure di governance interna degli enti finanziari in relazione ai processi di concessione del credito e durante l'intero ciclo di vita delle linee di credito*»<sup>219</sup>.

Sebbene la norma possa apparire piuttosto chiara nella sua configurazione, solo la prassi applicativa permetterà di comprendere sino in fondo alcune delle insidie interpretative che la stessa lascia sin d'ora trasparire.

A questo proposito, si veda l'art. 9, par. 3 che estende la portata dell'obbligo in parola anche al caso in cui non sia il cedente a “creare” direttamente i rapporti di credito, ma si limiti ad acquistarli da un terzo per poi cartolarizzarli. In questa ipotesi, è imposto al cedente-acquirente di verificare che il soggetto coinvolto, direttamente o indirettamente, nel contratto originario (*asset creator*) abbia soddisfatto nella propria attività di finanziamento i requisiti di equivalenza fissati al par. 1.

---

<sup>218</sup> EBA, *Orientamenti sulla valutazione del merito creditizio*, 19 agosto 2015 ([eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1162894/36a26446-212c-4641-968a-94cd4b628b45/EBA-GL-2015\\_11\\_IT\\_GL%20on%20creditworthiness.pdf](http://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1162894/36a26446-212c-4641-968a-94cd4b628b45/EBA-GL-2015_11_IT_GL%20on%20creditworthiness.pdf)).

<sup>219</sup> EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29.5.2020 ([eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring\\_COR\\_IT.pdf](http://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_IT.pdf)).

Tale ultima disposizione non brilla certo per chiarezza. Si manca, infatti, di precisare in che modo tale verifica debba essere svolta, scontando il rischio di tradursi in un onere insostenibile di *due diligence* in capo al cedente-acquirente.

Sul punto, sollecitata dal mercato, si è espressa nel frattempo l'EBA: «*The obligation to verify referred to in paragraph (3) should be interpreted consistently with the purpose referred to above in relation to paragraph (1) and appropriately to the class of assets being purchased and the nature and type of securitisation. More specifically, verification should mean to ascertain through any appropriate means that the original lender fulfilled the requirement referred to in paragraph (1) and therefore did not apply different criteria of credit granting to the assets to be securitised than they apply to non-securitised exposures. To that end, the originator should use adequate resources and make reasonable efforts to obtain as much information as is available and appropriate for such verification in accordance with sound market standards of due diligence for the class of assets and the nature and type of securitisation*»<sup>220</sup>.

A ben vedere, però, anche la risposta fornita dall'EBA non agevola la ricostruzione del perimetro proprio dell'obbligo di verifica in questione. Il riferimento "elastico" ad un'analisi attraverso "mezzi appropriati", sostenendo "ragionevoli sforzi" e impiegando "adeguate risorse" finisce per rendere evanescente la portata dell'onere di condotta ed esporlo ad applicazioni opportunistiche. Evanescente, soprattutto, se si pensa ai casi limite, affatto infrequenti, nei quali i crediti siano stati acquistati da un *asset creator* non più operativo (si pensi, ad esempio, alla cartolarizzazione ideata nell'ambito della liquidazione di un operatore

---

<sup>220</sup> EBA, Single Rulebook Q&A - Question ID 2018\_4368: «*What are the obligations of an originator who purchases third party's exposures and subsequently securitises them, in order to meet the requirements set out in Article 9 of the Securitisation Regulation?*, 30 settembre 2019 ([eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2018\\_4368](http://eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2018_4368)).

finanziario) ovvero di cessioni plurime di *asset*, per cui il venditore diretto è stato a sua volta acquirente.

L'altro l'obbligo di condotta, a supporto dell'obiettivo primario di riallineamento degli interessi, è codificato all'art. 6 in materia di *risk retention rule*, confondendosi, almeno *prima facie*, in – e con – esso.

Ai sensi dell'art. 6, par. 2 è fatto divieto al cedente, nella fase di selezione degli *asset* destinati alla cartolarizzazione, di trasferire, fra tutte le attività comparabili presenti in bilancio, quelle che avranno una *performance* peggiore (misurata sull'intera durata dell'operazione ovvero nell'arco temporale di quattro anni, se l'operazione ha una durata superiore)<sup>221</sup>.

L'autonomia del divieto in parola rispetto alla regola di mantenimento del rischio è evidente: il divieto, infatti, incide *ex ante* nella fase di impostazione dell'operazione e mira ad evitare che il cedente possa trasferire attività con il profilo di rischio superiore rispetto a quelle altre detenute, supportando anch'esso l'obiettivo generale di elevare la qualità degli attivi.

Alle Autorità di Vigilanza è attribuito il compito di vigilare sul rispetto dell'obbligo, esercitando poteri di indagine e sanzionatori. Sotto il primo profilo, l'autorità di vigilanza è chiamata a condurre raffronti fra gli attivi presenti in bilancio e quelli destinati alla cartolarizzazione, comparando profilo di rischio e *performance*. Inoltre, la violazione dell'obbligo è assistita da una sanzione che dovrebbe essere irrogata una volta che sia stato accertato, sul piano oggettivo, che gli attivi cartolarizzati abbiano avuto una *performance* notevolmente inferiore rispetto alle altre in bilancio e, sul piano soggettivo, che tale situazione sia il risultato di una scelta intenzionale nella fase di selezione degli attivi (con ciò escludendo la sanzione nei casi di mera negligenza).

---

<sup>221</sup> A differenza della norma contenuta all'art. 9, l'art. 6, par. 2, rappresenta una novità nel panorama delle regole di condotta applicate ai cedenti in fase di concessione dei crediti. Si veda in particolare, l'art. 405 Reg. (UE) n. 575/2013, rubricato «*impegni mantenuti dall'emittente*», nel quale una simile regola non compariva.

Entrambe le norme, tuttavia, rischiano di “scontare” nel concreto un rischio, soprattutto nell’eventuale fase di contestazione e accertamento di potenziali irregolarità. Ambedue, infatti, presuppongono che sia sempre possibile avere un termine di raffronto fra attivi, identici o comunque comparabili (per natura), dei quali taluni sono presenti in bilancio e altri, invece, sono stati oggetto di cartolarizzazione.

Ebbene, non è così infrequente che i destinatari degli obblighi si possano trovare nella condizione di non detenere in bilancio attivi paragonabili con quelli cartolarizzati (perché, ad esempio, un’intera categoria di prestiti assimilabili per tipologia, natura dell’operazione o area geografica è stata precedentemente oggetto di un’operazione), così mancando il necessario termine di paragone anche per valutare la qualità degli attivi cartolarizzati. Il rischio concreto, quindi, è che le norme siano suscettibili di essere interpretate dall’Autorità di Vigilanza in maniera troppo ampia nel momento in cui sono costrette a ricercare possibili termini di paragone in attivi detenuti in bilancio ma che, in realtà, non sono (e non dovrebbero essere) comparabili.

## IV.2

### LA (NUOVA) RISK RETENTION RULE

L’art. 6 fissa una (nuova) regola di mantenimento del rischio (*retention rule* o “*skin in the game*” requirement) che si traduce in un obbligo diretto posto in capo ad uno fra i soggetti che partecipano alla cartolarizzazione (cedente, promotore o prestatore originario) di mantenere, su base continuativa, un interesse economico netto rilevante (*material net economic interest*) da determinarsi in una percentuale non inferiore al 5%.

Anche in questo caso, la disciplina primaria va necessariamente coordinata con quella di secondo livello e contenuta nelle norme

tecniche di regolamentazione (RTS) elaborate e presentate dall'EBA alla Commissione Europea nel Luglio 2018<sup>222</sup>, in conformità all'art. 6, par. 7; e che, ad oggi, non risultano ancora essere state adottate da quest'ultima con apposito regolamento delegato.

Invero, la previsione di regole di condotta del tipo *retention rule* nell'ordinamento finanziario europeo non rappresenta una novità: il Legislatore comunitario era già intervenuto – e piuttosto rapidamente – nell'implementazione di tali regole, in linea con l'esperienza statunitense<sup>223</sup> e – come visto nel Capitolo III – ispirato dagli *standard setter* internazionali, a partire dai rapporti di IOSCO<sup>224</sup>.

Difatti, già con la dir. 2009/111/CE (CRD II) si interveniva sulla precedente dir. 2006/48/CE (CRD), introducendo l'art. 122-*bis*, in forza del quale «*Un ente creditizio che non agisce in qualità di cedente, promotore o prestatore originario è esposto al rischio di credito di una posizione inerente a cartolarizzazione inclusa nel suo portafoglio di negoziazione o fuori portafoglio di negoziazione solo se il cedente, il promotore o il prestatore originario ha esplicitamente comunicato all'ente creditizio che manterrà, in modo permanente, un interesse economico netto rilevante che, in ogni caso, non è inferiore al 5%*»<sup>225</sup>.

Pertanto, a partire dal 1° Gennaio 2011<sup>226</sup>, il mercato delle cartolarizzazioni europeo ha iniziato a sperimentare l'applicazione di una regola di mantenimento posta in capo agli enti creditizi, e costruita

---

<sup>222</sup> V. art. 6, par. 7, e EBA, *Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention (final draft)*, 31 Luglio 2018.

<sup>223</sup> Negli Stati Uniti, l'implementazione della *retention rule* (applicabile dalla primavera 2013) è avvenuta attraverso il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Sez. 941a) che ha emendato il *Securities Exchange Act* inserendovi la Sezione 15G; v. O. AKSELL, *Securitisation, the financial crisis and the need for effective risk retention*, in *European Business Organization Review*, vol. 14, 2013, pp. 24 e ss.

<sup>224</sup> E prima ancora da GROUP OF THIRTY, *Financial reform. A framework for financial stability*, 2009, p. 49.

<sup>225</sup> V. F. BATTAGLIA, *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, Milano, Franco Angeli, 2013, pp. 78 e ss.

<sup>226</sup> V. nello specifico il citato art. 122-*bis*, par. 8, dir. 2009/111/CE, ai sensi del quale la *retention rule* trova applicazione in relazione alle nuove cartolarizzazioni emesse dal 1° Gennaio 2011 o in data successiva.



con un approccio c.d. indiretto: l'obbligo, infatti, ricade sugli enti creditizi, il cui investimento in esposizioni cartolarizzate è subordinato al fatto che uno fra cedente, promotore o prestatore originario abbia reso noto il mantenimento di un quota-rischio nell'operazione.

In occasione della revisione del quadro giuridico di riferimento sull'accesso all'attività, vigilanza e norme prudenziali degli enti creditizi e delle imprese di investimento attraverso la dir. 2013/36/UE e Reg. (UE) n. 575/2013, la *retention rule* è confluita in quest'ultimo Reg., ed è stata riprodotta all'art. 405 (Parte V, Titoli II e III)<sup>227</sup>. A differenza dell'impianto normativo precedente, in questo caso, la normazione di dettaglio è stata affidata al livello unionale<sup>228</sup>: l'art. 410, par. 2 attribuiva all'ABE il compito di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione, che sono state successivamente presentate e adottate dalla Commissione Europea con il Reg. delegato (UE) n. 625/2014<sup>229</sup>.

Nel mentre, e per garantire un certo grado di uniformità "orizzontale" fra i diversi segmenti finanziari, il Legislatore europeo non aveva mancato di prevedere altre regole di mantenimento del rischio di tipo settoriale per le imprese assicurative<sup>230</sup>, per i gestori di fondi di

---

<sup>227</sup> In ragione dell'art. 404 del citato Regolamento, la precedente disciplina in materia di mantenimento del rischio veniva abrogata, trovando, infatti, applicazione rispetto alle cartolarizzazioni emesse al 1° gennaio 2011 o in data successiva.

<sup>228</sup> V. l'art. 122-*bis*, par. 9 e 10, dir. 2009/111/CE, nonché il Comitato delle Autorità Europee di Vigilanza (CEBS), *Guidelines on the application of article 122° of the CRD, 2011* ([eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/cebs-guidelines-on-the-application-of-article-122a-of-the-crd](http://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/cebs-guidelines-on-the-application-of-article-122a-of-the-crd)), recepite nell'ordinamento italiano con il VII° agg. *Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche*, 28 gennaio 2011.

<sup>229</sup> Sulla base degli ABE RTS e ITS rilasciati nel 2013 (consultabili qui: [eba.europa.eu](http://eba.europa.eu)).

<sup>230</sup> Si v. dir. 2009/138/CE (Solvibilità II) e, più in particolare, l'art. 135, par. 2 che, a sua volta, rinvia al reg. integrativo n. 35/2015 del 10 ottobre 2014 adottato dalla Commissione Europea. Ai sensi dell'art. 254, par. 1 «[...] *il cedente, il promotore o il prestatore originario trattiene su base continuativa un interesse economico netto rilevante in ogni caso non inferiore al 5 %, come specificato al paragrafo 2 del presente articolo, e indica esplicitamente tale impegno all'impresa di assicurazione o di riassicurazione nella documentazione riguardante l'investimento*».

investimento alternativi (GEFIA)<sup>231</sup> e per gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OIVCM)<sup>232</sup>.

Dal punto di vista sistematico, quindi, il Regolamento fissa, anzitutto, una regola di mantenimento del rischio unica e generale che finisce per assorbire tutte le altre, a prescindere dal tipo di investitore e dal settore nel quale opera<sup>233</sup>. Difatti, come si evidenzierà anche in materia di «*due diligence*», la normativa europea vigente non risultava unitaria, dettando regole diverse a seconda del tipo di investitore istituzionale che effettuava l'investimento. In questo senso, invece, il Regolamento fonda un quadro uniforme in tema di mantenimento del rischio, da applicarsi indistintamente in tutte le circostanze in cui «*si applica la sostanza economica di una cartolarizzazione*» (i.e. sostanzialmente in tutti i casi in cui la cartolarizzazione prevede una frammentazione del rischio mediante emissioni in *tranche*).

---

<sup>231</sup> Si v. dir. 2011/61/UE e, in particolare, l'art. 17, in forza del quale in relazione ai «[...] GEFIA che investono in tali titoli o altri strumenti finanziari [titoli cartolarizzati] per conto di FIA, la Commissione adotta, mediante atti delegati in conformità dell'articolo 56 e alle condizioni di cui agli articoli 57 e 58, misure che stabiliscano le prescrizioni nei seguenti ambiti: a) le prescrizioni che il cedente, il promotore o il finanziatore originale devono rispettare affinché un GEFIA possa investire in titoli o altri strumenti finanziari del predetto tipo emessi dopo il 1o gennaio 2011 per conto di FIA, ivi comprese le prescrizioni che garantiscano che il cedente, il promotore o il finanziatore originale conservino un interesse economico netto non inferiore al 5 %».

<sup>232</sup> Si v. dir. 2009/65/CE e, più in particolare, l'art. 50-bis, in forza del quale in relazione agli «[...] OICVM che investono in tali titoli o altri strumenti finanziari [titoli cartolarizzati], la Commissione adotta, mediante atti delegati in conformità dell'articolo 112 bis e alle condizioni di cui agli articoli 112 ter e 112 quater, misure che stabiliscono i requisiti nei seguenti ambiti: a) i requisiti che il cedente deve rispettare perché l'OICVM sia autorizzato a investire in titoli o altri strumenti finanziari di questo tipo emessi dopo il 1° gennaio 2011, ivi compresi requisiti che garantiscano che il cedente conservi un interesse economico netto non inferiore al 5 %».

<sup>233</sup> Così, raccordando le singole *retention rule* di settore alla nuova prevista dall'art. 6 del Reg. (UE) n. 2042/2017, l'art. 38 interviene, riformandolo, sull'art. 50 bis dir. 2009/65/CE (in materia di OICVM); l'art. 39 interviene sull'art. 135 dir. 2009/138/CE (Solvibilità II); l'art. 41 interviene sull'art. 17 dir. 2011/61/UE (in materia di GEFIA) mentre il Reg. (UE) n. 2401/2017 interviene sulla Parte V del Reg. (UE) n. 575/2013, da considerarsi integralmente soppressa (fatta eccezione per l'obbligo di disporre di fattori aggiuntivi di ponderazione del rischio da imporre agli enti che violano le disposizioni del Capo II, Reg. (UE) n. 2402/2017).

Pertanto, e a ben vedere, l'intervento riformatore realizza altri due importanti risultati che saranno puntualmente analizzati di seguito, ovvero un riallineamento in senso orizzontale e uno in senso verticale di tutte le *retention rule* presenti nell'ordinamento finanziario europeo.

In orizzontale, in quanto l'ordinamento europeo muta l'approccio di base proprio delle vigenti *retention rule* che passa così da un'applicazione indiretta ad una diretta in capo a cedenti, promotori e prestatori originari, allineandosi in questo modo con la disciplina statunitense. In senso verticale, invece, riallineando tutte le *risk retention rules* presenti nei diversi segmenti finanziari europei ove si scontava anche la compresenza di approcci indiretti e diretti (come nel caso del settore assicurativo).

Ancora da un punto di vista sistematico, la nuova regola, intervenendo su un impianto normativo stratificato, finisce per generare questioni di diritto intertemporale. Per le cartolarizzazioni i cui titoli sono stati emessi prima del 1° gennaio 2019 continuano a trovare applicazione le norme primarie e secondarie di settore nella versione applicabile al 31.12.2018 (art. 43, par. 6 e art. 2 Reg. (UE) n. 2401/2017). Invece, per quelle, emesse a decorrere dal 1° gennaio 2019, l'art. 43, par. 1, prevede l'applicazione della nuova *retention rule*, la cui efficacia è tuttavia subordinata dal successivo par. 7, all'adozione delle RTS da parte della Commissione Europea, trovando altrimenti applicazione i Capi I, II, III del Reg. del. (UE) n. 625/2014.

Spostando l'attenzione sul contenuto normativo della disposizione in commento, come già anticipato, la nuova *retention rule* non rappresenta la mera trasposizione nel nuovo articolato normativo delle precedenti presenti nelle discipline di settore ed introdotte a partire dal 2009. Al contrario, l'approvazione del nuovo Reg. è stata l'occasione per il Legislatore europeo per un ripensamento complessivo dell'approccio

c.d. indiretto generalmente adottato sino a quel momento<sup>234</sup>, e che rappresentava, peraltro, l'area di più profonda differenza rispetto alle scelte regolative compiute dal Legislatore statunitense in sede di implementazione della *retention rule* nell'ordinamento finanziario.

A differenza della precedente formulazione, quella attuale impone infatti direttamente a cedente, promotore o prestatore originario della cartolarizzazione di mantenere un interesse economico netto rilevante nell'operazione.

Tuttavia, l'abbandono dell'approccio indiretto a favore di quello diretto è solo apparente. Difatti, il Legislatore europeo sembra essersi allineato alle indicazioni dell'ABE che, in occasione del *Report* del Dicembre 2014 sull'applicazione della *retention rule*, aveva sì sollecitato un intervento in materia, ma raccomandando, da una parte, di mantenere l'approccio indiretto, dall'altra, di "aggiungere" l'approccio diretto in via complementare: «*Taking into account the positive impact of the current framework on EU markets, the EBA recommends keeping the indirect approach for now and implementing a complementary direct approach: in addition originators/sponsors/original lenders should be obliged to publicly disclosed on the detailed retention form using a standardised format to create more transparency and certainty for the investors and to thereby facilitate the investors' due diligence*»<sup>235</sup>.

Così, il nuovo art. 6 impone, con approccio diretto, l'obbligo di mantenere il rischio nell'operazione in capo all'*originator* (ed eventualmente, prestatore originario o promotore) ma, allo stesso

---

<sup>234</sup> La scelta compiuta in sede europea non era andata esente da critiche. Si ricordano, a livello internazionale, le conclusioni di IOSCO che segnalava «*some industry responses pointed to the European approach acting as a disincentive to investors in Europe. Submissions suggested that the indirect regime (i.e. where the investor bears the onus of monitoring compliance) causes legal uncertainty for investors [...]*» e concludeva riconoscendo che, effettivamente, «*indirect approach creates additional layers of complexity*» (IOSCO, *Global developments in securitisation regulation*, 16 Novembre 2012, p. 18).

<sup>235</sup> EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 22 Dicembre 2014, p. 17.

tempo, all'art. 5 dedicato agli obblighi di *due diligence*, “recupera” l'approccio indiretto imponendo agli investitori istituzionali di verificare che uno dei soggetti obbligati mantenga il rischio di credito ai sensi dell'art. 6 (in questo agevolati dagli obblighi di *disclosure ex art. 7*, par. 1, lett. e), iii) in capo agli stessi operatori<sup>236</sup>).

Il nuovo impianto normativo sembra con ciò poter evitare possibili “fughe” dal nuovo *framework* normativo in occasione di operazioni con soggetti non UE. Sebbene l'art. 6 non definisca l'ambito soggettivo di applicazione, con riguardo ad operazioni extra UE, la nuova regola dovrebbe operare nel seguente modo: gli *originator*, promotori o prestatori originari stabiliti in un Paese non UE non sarebbero soggetti all'applicazione della regola di mantenimento del rischio di cui all'art. 6, par. 1, con ciò astrattamente potendo offrire ad investitori UE prodotti cartolarizzati non “coperti” dalla regola in parola<sup>237</sup>. Tuttavia, in forza dell'art. 5, par. 1, lett. c), gli investitori istituzionali europei sono obbligati nello svolgimento dell'attività di *due diligence* a verificare che uno fra *originator*, promotore e prestatore originario mantenga un interesse economico netto nell'operazione, almeno nella misura del 5%. Spostando ora l'attenzione sugli aspetti applicativi della regola di mantenimento, occorre domandarsi: *i*) quali siano i soggetti che devono mantenere l'interesse economico nell'operazione (profilo soggettivo); *ii*) in che misura deve essere mantenuto il rischio di credito (profilo quantitativo); *iii*) per quanto tempo deve essere mantenuto il rischio di credito in relazione alla durata complessiva dell'operazione (profilo

---

<sup>236</sup> Scelta di intervento raccomandata ancora una volta anche in occasione del successivo Report v. EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 12 Aprile 2016, pp. 20-21 (consultabile in: [eba.europa.eu](http://eba.europa.eu)).

<sup>237</sup> Tale interpretazione pare supportata dalla lettura della Proposta di Regolamento del Settembre 2015 era chiarito espressamente che «*Per le cartolarizzazioni realizzate in situazioni in cui, in particolare, il cedente, promotore o prestatore originario non è stabilito nell'UE continuerà a valere integralmente l'approccio indiretto, che assicura la parità di condizioni sul piano mondiale*» (p. 15) che letto a contrario, parrebbe proprio escludere l'applicazione della *retention rule* in via diretta, prevista all'art. 6, par. 1 (cfr. anche EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 12 Aprile 2016, p. 20).

temporale); *iv*) in che modo può essere mantenuto il rischio di credito (profilo oggettivo).

Per quanto concerne il profilo soggettivo, l'obbligo deve ricadere su uno fra i seguenti soggetti: cedente, promotore o prestatore originario (art. 6, par. 1). E', invece, escluso *ex lege* che possa ricadere sul soggetto che «è stato costituito o che opera esclusivamente al fine di cartolarizzare esposizioni», su tutti la società veicolo per la cartolarizzazione (s.s.p.e.) (art. 6, par. 1<sup>238</sup>). Tuttavia, questa esclusione sembra destinata ad essere superata nel caso di operazioni su esposizioni NPE (*non performing exposures*). Per questo tipo di cartolarizzazioni, la Proposta di modifica del Regolamento presentata dalla Commissione Europea nel Luglio 2020<sup>239</sup> prevede l'inclusione del *servicer* fra i possibili *retainers* e ciò anche in considerazione del fatto che, in tali casi, l'interesse degli investitori è normalmente più allineato con quello del *servicer* piuttosto che con quello dell'*originator*<sup>240</sup>.

---

<sup>238</sup> La disposizione cerca di intervenire su una possibile lacuna segnalata dall'EBA e consistente nel rischio di un'interpretazione estensiva della definizione di *originator* da parte degli operatori, con la conseguente applicazione opportunistica dell'obbligo in capo un soggetto privo di reale capacità imprenditoriale (cfr. anche Proposta di Regolamento, 30 settembre 2015, p. 16). A chiarire la portata della norma, è oggi intervenuta la stessa EBA, la quale impone che nella valutazione del soggetto che non è stato costituito o che operi solo in funzione dell'operazione si devono tenere in considerazione due elementi: *a*) il soggetto che mantiene il rischio ha una propria *business strategy* e la capacità di far fronte agli obblighi di pagamento con risorse estranee a quelle derivanti dalle esposizioni cartolarizzate; *b*) i soggetti che assumono sono dotati di adeguata esperienza affinché il soggetto possa perseguire una propria *business strategy* (cfr. art. 3, par. 6, EBA R.T.S.).

<sup>239</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 2017/2402 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate per sostenere la ripresa dalla pandemia di COVID-19, Bruxelles, 24.7.2020 (consultabile in: [op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/9c72ffa8-cff9-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-it](https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/9c72ffa8-cff9-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-it)).

<sup>240</sup> Come si è avuto modo di ricordare nel Cap. I, nel caso di operazioni su attivi *performing*, la funzione di *servicer* viene, usualmente, svolta dallo stesso cedente. Nel caso, invece, di attivi *non performing*, il ruolo del *servicer* è svolto da un soggetto diverso e specializzato che assume un ruolo peculiare, in quanto il successo o meno dell'operazione è strettamente correlato alla capacità di quest'ultimo di garantire un recupero maggiore rispetto al (minor) valore acquisito dall'*asset* a causa del deterioramento della capacità di rimborso del debitore; v. anche G. CONSOLI, S. SARDO, *Opinion EBA sulle cartolarizzazioni di NPE: proposte di modifica a CRR e Securitisation Regulation*, in [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it), 8.11.2019.

La scelta su quale fra i citati soggetti debba ricadere l'obbligo di mantenimento è lasciata all'autonomia dalle parti. Tuttavia, con norma suppletiva, si chiarisce che qualora le stesse non abbiano previsto a chi spetti mantenerlo, l'obbligo ricade sul cedente (art. 6, par. 1). La scelta operata, in ogni caso, deve essere resa nota ai detentori di posizioni verso la cartolarizzazione, ai potenziali investitori e alle Autorità di Vigilanza in occasione della trasmissione delle informazioni trimestrali – ovvero in quelle trasmesse mensilmente, per il caso di operazioni a.b.c.p. – anche mediante i repertori di dati sulle cartolarizzazioni (art. 7, par. 1, lett. a) ed e).

Inoltre, l'obbligo di mantenimento deve cadere su una – e, si badi, una sola – delle categorie di soggetti menzionati. Difatti, il par. 1 impone che l'obbligo in questione, da una parte, non è oggetto di applicazioni multiple, dall'altra, non può essere suddiviso fra i menzionati tipi di soggetti<sup>241</sup>. A chiarire la portata del divieto in questione è l'ABE con le R.T.S. del 31 Luglio 2018 (non ancora adottate dalla Commissione Europea) e il precedente Reg. (UE) n. 625/2014 della Commissione Europea.

Anzitutto, il divieto di applicazione multipla opera *per categorie*, nel senso che «*The retained material net economic interest shall not be split amongst different types of retainers*» (art. 3, par. 1 EBA R.T.S. che replica quanto già previsto dal Reg. (UE) n. 625/2014). Pertanto, qualora esista un solo *originator*, e sullo stesso ricada pattizamente (o in via suppletiva) l'obbligo di mantenimento del rischio, quest'ultimo dovrà ritenere interamente l'interesse economico netto rilevante, che non potrà quindi né essere applicato contestualmente a più soggetti né tantomeno essere ripartito (pro quota) con gli altri (eventuali) soggetti (prestatore originario o promotore).

---

<sup>241</sup> Cfr. *considerando* n. 10, secondo il quale «*L'obbligo di mantenimento non deve essere oggetto di applicazioni multiple: per una data cartolarizzazione è sufficiente che uno tra cedente, promotore e prestatore originario sia soggetto all'obbligo*».

Qualora, invece, vi siano più cedenti (nelle operazioni *multi-originator*) l'obbligo ricade, per scelta operata contrattualmente o in via suppletiva, interamente sulla categoria dei cedenti (senza possibilità di essere distribuito sulle altre categorie), e ogni cedente manterrà una porzione di rischio – non inferiore al 5% – calcolata sulla quota totale degli attivi trasferiti (art. 3, par. 2, EBA R.T.S. e art. 3, par. 2, Reg. (UE) n. 625/2014). Se, invece, nell'operazione sono presenti più prestatori originari la regola implica che ciascuno di essi – qualora sia stabilito contrattualmente che su tale categoria ricada l'obbligo di mantenimento – mantenga una porzione di rischio corrispondente alla quota sul totale degli attivi in relazione alla quale risulta prestatore originario (art. 3, par. 3 EBA R.T.S. e art. 3, par. 3, Reg. (UE) n. 625/2014)<sup>242</sup>.

Da ultimo, nel caso in cui le operazioni siano state organizzate da più promotori, e contrattualmente sia stato definito che su questa categoria debba ricadere l'obbligo di mantenimento, quest'ultimo è soddisfatto da ogni singolo promotore in misura proporzionale al numero dei promotori ovvero dal promotore «*il cui interesse economico è più adeguatamente allineato a quello degli investitori come concordato dai promotori*» stessi in base a criteri oggettivi (art. 3, par. 5 EBA R.T.S. e art. 3, par. 5, Reg. (UE) n. 625/2014).

Quanto, invece, alla misura del livello di mantenimento dell'interesse economico netto la norma primaria individua tre elementi: la percentuale minima (5%), la base di calcolo (che corrisponde al complessivo valore nozionale degli attivi fuori bilancio<sup>243</sup>) e il momento

---

<sup>242</sup> Si noti, tuttavia, che l'applicazione del divieto patisce una deroga per il caso in cui le operazioni vedano la presenza di più cedenti o più prestatori originari. Ai sensi dell'art. 4, par. 4 (Reg. (UE) n. 625/2014, riprodotto all'art. 3, par. 4 EBA RTS), è possibile infatti che il requisito di mantenimento del rischio possa essere soddisfatto da un unico cedente o un unico prestatore originario se sono rispettate le due condizioni: *a*) il cedente o il prestatore originario "abbiano creato o gestiscano il programma o lo schema di cartolarizzazione; *b*) il cedente o il prestatore originario abbiano contribuito con oltre il 50% del totale delle esposizioni cartolarizzate.

<sup>243</sup> Precisa l'art. 10, par. 1, lett. *b*) Reg. (UE) n. 625/2014 che il calcolo si basa sui valori nominali, non tenendo in conto il prezzo di acquisto delle attività, né il margine positivo.



nel quale la base di calcolo deve essere misurata (ovvero il momento dell'emissione<sup>244</sup>) (art. 6, par. 1). Mentre con riferimento alle tempistiche del mantenimento la norma primaria si limita a disporre che debba avvenire «*su base continuativa*», ovvero per tutta la durata dell'operazione (art. 6, par. 1).

L'art. 6, par. 3, si occupa, invece, delle forme di mantenimento del rischio (*risk retention option*), elencandole e precisando che sono le *sole* forme attraverso le quali l'obbligo si considera rispettato.

In particolare, si tratta delle stesse cinque forme già previste nelle precedenti *retention rule* settoriali: a) del mantenimento di una percentuale non inferiore al 5% del valore nominale di ciascun segmento ceduto o trasferito agli investitori (c.d. *vertical slice option*); b) in caso di cartolarizzazioni rotative o di cartolarizzazioni con esposizioni rotative, il mantenimento dell'interesse del cedente in percentuale non inferiore al 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate; c) il mantenimento di esposizioni scelte casualmente (*randomly selected*), equivalenti a una percentuale non inferiore al 5% dell'importo nominale delle esposizioni cartolarizzate, quando tali esposizioni non cartolarizzate sarebbero state altrimenti cartolarizzate nella cartolarizzazione, a condizione che il numero delle esposizioni potenzialmente cartolarizzate non sia inferiore a 100 alla creazione; d) il mantenimento, in linea orizzontale, del segmento prime perdite (*first loss tranche*)<sup>245</sup>; e) il mantenimento di un'esposizione che copre le prime

---

<sup>244</sup> A differenza della precedente formulazione che indicava, invece, l'avvio dell'operazione (v. art. 405, Reg. (UE) n. 575/2013). Tuttavia, l'art. 10 Reg. (UE) n. 625/2014 attualmente applicabile e riprodotto identico nelle R.T.S. EBA<sup>244</sup> precisa che la base di calcolo si determina al momento dell'avvio dell'operazione (che corrisponde con il momento in cui le esposizioni sono state cartolarizzate per la prima volta), con evidente disallineamento con quanto previsto dall'attuale configurazione della norma primaria.

<sup>245</sup> Con la precisazione che se mantenendo il segmento *first loss* non sia raggiunto il 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate, l'obbligo può essere soddisfatto mantenendo altri segmenti aventi profilo di rischio uguale o maggiore rispetto a quelli trasferiti o ceduti agli investitori e la cui durata non sia inferiore alla durata di quelli trasferiti o ceduti agli investitori, in modo che il mantenimento

perdite non inferiore al 5% di ciascuna esposizione cartolarizzata nella cartolarizzazione.

Confermando il precedente impianto regolamentare, il Legislatore europeo ha scelto di non ampliare il ventaglio delle opzioni e, in particolare, di non aggiungere l'opzione c.d. "L-shape". Si tratta di una forma di *risk retention* che combina quella verticale (una percentuale per ogni segmento) con quella orizzontale (*first loss tranche*), e da più parti richiesta per favorire una maggiore flessibilità e, in alcuni casi, minori costi di *compliance* per gli *originator*.

Sotto questo profilo, sembrano quindi aver prevalso le raccomandazioni già fornite dall'EBA che, al contrario, suggeriva di non aggiungere quest'ulteriore opzione per evitare di complicare l'implementazione della *risk retention* e, in particolare, di non gravare di ulteriori oneri i processi di *due diligence* e misurazioni del rischio da parte degli investitori<sup>246</sup>.

Per concludere, si segnala che anche nel nuovo Regolamento sono previste deroghe all'obbligo di mantenimento del rischio qualora le esposizioni cartolarizzate siano costituite da esposizioni garantite integralmente, incondizionatamente e irrevocabilmente, da autorità pubbliche, siano esse amministrazioni centrali o banche centrali, amministrazioni regionali, autorità locali o organismi del settore pubblico, banche o istituti nazionali di promozione (*ex art. 2, punto 3, Reg. (UE) n. 1017/2015*) o banche multilaterali di sviluppo (*ex art. 117 Reg. (UE) n. 575/2013*)<sup>247</sup>.

---

equivalga complessivamente almeno al 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate.

<sup>246</sup> EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 22 Dicembre 2014, p. 19.

<sup>247</sup> *Cfr.* art. 6, par. 5, Regolamento.

**TRASPARENZA DEI PRODOTTI E TRASPARENZA DEL MERCATO SECONDARIO**

Nel Capitolo III si è visto come il tema della trasparenza nel mercato delle cartolarizzazioni debba essere letto ed analizzato in almeno quattro diverse dimensioni: *a)* la trasparenza dei prodotti cartolarizzati; *b)* la trasparenza nella valutazione dei prodotti<sup>248</sup>; *c)* la trasparenza nella distribuzione dei rischi<sup>249</sup>; *d)* la trasparenza sul mercato secondario.

Nel Regolamento sono “ospitati” due dei nuovi pilastri del regime della trasparenza di settore: quello sui prodotti cartolarizzati (*sub* § V.1), orientato ad offrire all’investitore informazioni utili per assumere una scelta di investimento consapevole (art. 7) e quello sulla trasparenza del mercato secondario (*sub* § V.2), attraverso il funzionamento del sistema dei *repertori di dati sulle cartolarizzazioni* (artt. 10-17).

La richiamata disciplina primaria va integrata con i Reg. delegati della Commissione Europea n. 1224/2020 (che specifica *quali* informazioni i soggetti segnalanti devono fornire per adempiere ai loro obblighi<sup>250</sup>) e n. 1225/2020 (che specifica il formato dei moduli standardizzati attraverso i quali trasmettere le informazioni richieste<sup>251</sup>).

---

<sup>248</sup> Dimensione, come si è visto, propria di specifici operatori, le agenzie di *rating* che operano sul mercato finanziario come *informational intermediaries*. In questo ambito, il Legislatore europeo (in parallelo con quello statunitense) è intervenuto con una regolamentazione *ad hoc*: si tratta dal Reg. (CE) n. 1060/2009, sul quale poi sono intervenuti il Reg. (UE) n. 513/2011 (CRA-2) e il Reg. (UE) n. 462/2013 (CRA-3). Nella dottrina italiana, fra gli altri, F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impresa e Società*, 2010, p. 465 e ss.; F. URBANI, *La dimensione sovranazionale del rating: regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2015, p. 583 e ss.

<sup>249</sup> Legata agli aspetti dell’informativa contabile, in relazione alle quali si rinvia alle regole dettate dagli IAS/IFRS.

<sup>250</sup> Reg. adottato ai sensi dell’art. 7, par. 3, sulla base dei progetti di norme tecniche (RTS) elaborati da ESMA in data 16.10.2019 (v. [esma.europa.eu/policy-activities/securitisation](http://esma.europa.eu/policy-activities/securitisation)). V. anche A. AGNETO, M. MATULLO, *Cartolarizzazioni: lo stato dell’arte nel framework europeo alla luce dei nuovi standard tecnici*, 2020, in *dirittobancario.it*.

<sup>251</sup> Reg. adottato ai sensi dell’art. 7, par. 4, sulla base dei progetti di norme tecniche di attuazione (ITS) elaborati da ESMA in data 29.10.2019 (v. [esma.europa.eu/policy-activities/securitisation](http://esma.europa.eu/policy-activities/securitisation)). A. AGNETO, M. MATULLO, *op. cit.*, 2020, in *dirittobancario.it*.

Come anticipato, la disciplina in materia di obblighi di trasparenza è racchiusa all'art. 7 Regolamento. Anche in questo caso, si tratta di una "riedizione" di obblighi già precedentemente previsti nelle normative di settore. Si veda, in particolare, l'art. 409 Reg. (UE) n. 575/2013 sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi e imprese di investimento che, sotto la rubrica «*Informativa agli investitori*», impone anzitutto agli enti – agenti in qualità di cedenti, promotori o prestatori originari – di comunicare agli investitori (e solo ad essi) il livello di rischio mantenuto nell'operazione. La norma, inoltre, richiede agli enti di rendere facilmente accessibili (ma non di comunicare direttamente) talune informazioni, fra le quali, quelle relative alla qualità creditizia e *performance* dei sottostanti, sui flussi di cassa, sulle garanzie e quelle, in generale, utili per le prove di *stress test*.

## V.1

### GLI OBBLIGHI DI TRASPARENZA

Gli obblighi di *disclosure* sono posti in capo ad uno fra cedente, promotore e s.s.p.e. (c.d. soggetti segnalanti), i quali sono chiamati a mettere a disposizione alcune informazioni nei confronti degli investitori – ivi compresi quelli meramente potenziali – e delle autorità di vigilanza del settore (art. 7, par. 1), secondo due diverse modalità, diretta o indiretta (art. 7, par. 2).

Soffermando, anzitutto, l'attenzione sui soggetti destinatari degli obblighi, si può notare come – anche in questo caso – il Legislatore europeo abbia preferito non individuare direttamente il soggetto onerato. Infatti, la designazione è lasciata all'autonomia delle parti coinvolte nell'operazione (art. 7, par. 2, comma 1<sup>252</sup>). Tuttavia, e a differenza della scelta operata in sede di implementazione della *risk*

---

<sup>252</sup> Della designazione del soggetto responsabile degli obblighi scaturenti dall'art. 7 deve essere data opportuna informazione nella documentazione relativa alla cartolarizzazione (art. 7, par. 2, comma 5).

*retention rule*, manca una norma destinata ad operare in via suppletiva per il caso in cui cedente, promotore e s.p.v. non individuano il soggetto onerato.

Dal lato, invece, dei soggetti destinatari del flusso informativo si deve sottolineare come l'approccio adottato dal Legislatore sia il più ampio possibile. Si è già visto nel Capitolo III come nella costruzione del nuovo *framework* della trasparenza di settore si imponeva una preliminare scelta di fondo in merito alla direzione in cui orientare il flusso informativo<sup>253</sup>. In particolare, l'alternativa si poneva nel senso di orientarlo direttamente verso il pubblico degli investitori (e, quindi, il mercato) oppure verso l'Autorità di Vigilanza (chiamata, poi, a valutare se e in che misura comunicare al mercato le informazioni ricevute).

La norma, invece, opta per una soluzione bi-direzionale, indicando fra i destinatari sia gli investitori (ossia coloro che detengono posizioni verso la cartolarizzazione<sup>254</sup>) – anche se potenziali (a condizione che questi ne facciano richiesta) – sia le Autorità di Vigilanza.

Così, il Legislatore, nel momento in cui impone di garantire un flusso informativo a favore dell'investitore, mira a garantire la giusta informazione in funzione dell'investimento (e degli obblighi di dovuta diligenza); quando, invece, il flusso viene direzionato a favore dei potenziali investitori, persegue anche l'obiettivo di favorire la trasparenza del mercato nel suo insieme, mentre, quando viene direzionato verso le Autorità di Vigilanza, mira a garantire un'efficace azione di controllo, anche a livello macroeconomico<sup>255</sup>.

---

<sup>253</sup> Cap. III, § 3.2.1.

<sup>254</sup> La norma fa riferimento ai «*detentori di posizioni verso la cartolarizzazione*», con ciò ricomprendendo sia gli investitori *retail* sia quelli istituzionali.

<sup>255</sup> Come emerge dal *considerando* n. 2 del Regolamento, ove si evidenzia che le informazioni dovrebbero anche essere sufficientemente dettagliate da consentire alle autorità pubbliche, ma anche agli investitori, «*di monitorare in modo efficace il funzionamento globale dei mercati delle cartolarizzazioni, le tendenze relative ai portafogli di attività, le strutture di cartolarizzazione, l'interconnessione tra le controparti e gli effetti della cartolarizzazione nel panorama macroeconomico generale dell'Unione*».

Sulla portata degli obblighi di trasparenza incidono diversi fattori che “costringono” il Legislatore a prevedere un trattamento differenziato (su misura) delle operazioni di cartolarizzazione a seconda dei caratteri strutturali delle stesse.

Primo: il *tipo di emissione*. Si distingue, anzitutto, fra cartolarizzazioni pubbliche (cioè operazioni per le quali è redatto un prospetto, in ossequio al nuovo Reg. (UE) n. 1129/2017) e cartolarizzazioni private o *tailored made* (operazioni per le quali non è necessario predisporre il prospetto). Secondo: la *durata* delle operazioni. Si distingue, a tal proposito, fra operazioni a lungo termine e a breve termine (a.b.c.p.).

Terzo: la *natura degli attivi sottostanti*. In questo caso, si distingue a seconda del tipo di esposizioni sottostanti, individuando categorie di prestiti, fra quelli più comuni nel mercato unionale: prestiti alle famiglie garantiti da immobili residenziali (a prescindere dalla finalità); prestiti destinati all’acquisto di immobili non residenziali; esposizioni verso imprese (a prescindere dal tipo di impresa); esposizioni su automobili; esposizioni verso consumatori; esposizioni su carte di credito; esposizioni su *leasing* e altre esposizioni non ricomprese nelle precedenti, c.d. “esotiche”. Quarto: la possibilità di mettere a disposizione o meno le informazioni richieste (*no data option*).

Vediamo, quindi, in che modo questi fattori incidono in concreto sulla portata degli obblighi.

Anzitutto, la distinzione a seconda del tipo di emissione incide sia sul *contenuto* degli obblighi informativi sia sulle *modalità* di trasmissione delle stesse. Ai sensi dell’art. 7, par. 1, in via generale, i soggetti segnalanti sono tenuti a mettere a disposizione: *i*) le informazioni sulle esposizioni sottostanti (par. 1, lett. *a*)<sup>256</sup>; *ii*) la documentazione di base essenziale ai fini della comprensione dell’operazione, ivi incluso il

---

<sup>256</sup> Da rilasciare attraverso moduli standardizzati (v. art. 7, comma 4, Regolamento).

prospetto di offerta (par. 1, lett. *b*)<sup>257</sup>; *iii*) la notifica s.t.s., per il caso di cartolarizzazioni s.t.s. (par. 1, lett. *d*); *iv*) le comunicazioni agli investitori (par. 1, lett. *e*)<sup>258</sup>; *v*) le informazioni privilegiate ai sensi del Reg. (UE) n. 596/2014<sup>259</sup> (par. 1, lett. *g*) e *f*). Se, tuttavia, l'operazione è di tipo privato, gli obblighi di trasparenza si atteggiavano in maniera diversa: in questi casi, infatti, sebbene non sia richiesta la redazione di un prospetto a norma della dir. 2003/71/CE (c.d. dir. *Prospetti*)<sup>260</sup> – e, quindi, l'adempimento dell'obbligo di mettere a disposizione il relativo documento (ai sensi dell'art. 7, par. 1, lett. *b*), *i*) – ai soggetti segnalanti è richiesto comunque di trasmettere una «*sintesi dell'operazione o un riepilogo delle principali caratteristiche delle cartolarizzazioni*» (art. 7, par. 1, lett. *c*)<sup>261</sup>.

In questo modo, a seconda del tipo di cartolarizzazione ci troveremo di fronte tre diverse “classi” di obblighi: *a*) quelli applicabili a tutte le cartolarizzazioni (a prescindere del tipo di emissione); *b*) quelli

---

<sup>257</sup> Si tratta, fra l'altro, del documento o prospetto dell'offerta, insieme agli altri documenti rilevanti (esclusi i pareri giuridici); l'accordo con il quale si è realizzato il trasferimento degli attivi a favore del s.p.v.; gli accordi di gestione, amministrazione e di gestione della liquidità; l'atto di costituzione del *trust*; le informazioni relative ai termini di priorità di pagamento della cartolarizzazione (art. 7, par. 1, lett. *b*).

<sup>258</sup> Comunicazioni che devono indicare, fra l'altro, i dati effettivamente significativi sulla qualità creditizia e sulle *performance* delle esposizioni sottostanti, gli eventi che attivano variazioni delle priorità di pagamento, nonché i dati sul mantenimento del rischio a norma dell'art. 6.

<sup>259</sup> Si tratta delle informazioni privilegiate individuate all'art. 17 Reg. (UE) n. 596/2014. Qualora le operazioni non rientri nel campo di applicazione del citato articolo, ai sensi dell'art. 7, par. 1, lett. *g*), devono essere messe a disposizione le informazioni relative a qualsiasi “evento significativo” che *i*) determini una violazione sostanziale degli obblighi stabiliti nei documenti dell'operazione (incluse le successive misure correttive); *ii*) modifichi le caratteristiche strutturali dell'operazione con effetti rilevanti sulla *performance* della cartolarizzazione; *iii*) modifichi le caratteristiche di rischio della cartolarizzazione (o delle esposizioni sottostanti) in grado di produrre un effetto rilevante sulla *performance* della cartolarizzazione.

<sup>260</sup> Oggi il riferimento alla dir. *Prospetti* deve intendersi al Reg. (UE) n. 1129/2017 che ha abrogato la direttiva in parola.

<sup>261</sup> Si tratta di un *set* di informazioni minime e predefinite che includono, fra l'altro altro: i diagrammi di struttura, i flussi di cassa, l'assetto proprietario, la gerarchia di allocazione delle perdite (c.d. *loss waterfall*), i dispositivi di supporto del credito e della liquidità, i particolari concernenti i diritti di voto dei detentori a.b.s. (v. art. 7, par. 1, lett. *c*).

applicabili solo alle operazioni private e c) quelli applicabili solo alle operazioni pubbliche.

Le informative sulle esposizioni di cui all'art. 7, par. 1, lett. a) – con le precisazioni di cui alla lett. c) per le cartolarizzazioni private – nonché le comunicazioni periodiche agli investitori di cui all'art. 7, par. 1, lett. e), rientrano fra gli obblighi applicabili a tutti i tipi di cartolarizzazione (come precisato anche dal Reg. (UE) n. 1224/2020, Sezione I). Le comunicazioni, invece, in materia di informazioni privilegiate ed “eventi significativi” sono imposte in relazione alle cartolarizzazioni pubbliche (come precisato anche dal Reg. (UE) n. 1224/2020, Sezione II).

Ancora. La distinzione fra operazioni private e pubbliche incide anche sulle *modalità* attraverso le quali gli obblighi di trasparenza devono essere adempiuti (art. 7, par. 2). Se l'operazione è di tipo privato, le informazioni devono essere trasmesse all'investitore direttamente, senza il coinvolgimento di una parte terza (par. 2, comma 3). Se, invece, si tratta di un'operazione pubblica, sui soggetti segnalanti grava un obbligo di *reporting* che si concretizza, in via ordinaria, nella trasmissione delle informazioni al *repertorio di dati sulle cartolarizzazioni* (par. 2, comma 2). Solo in via subordinata, e per il caso di assenza di repertori registrati, il rilascio delle informazioni avviene tramite il sito *web* del soggetto designato (par. 2, comma 4).

La scelta del Legislatore europeo è, quindi, nel senso di escludere dagli obblighi di *reporting* (per il tramite di parti terze) quei soggetti segnalanti coinvolti in un'operazione privata, pur imponendo, in questi casi, che il flusso informativo sia in ogni caso garantito, in via diretta, a favore di quella parte che deve svolgere la *due diligence*<sup>262</sup>.

---

<sup>262</sup> Cfr. *considerando 13*, ove si legge che «Le cartolarizzazioni private sono spesso su misura. Sono importanti perché consentono alle parti di effettuare operazioni di cartolarizzazione senza rilevare informazioni commerciali sensibili sull'operazione [...] al mercato e ai concorrenti. In tali casi, gli investitori sono in contatto diretto con il cedente e/o il promotore e ricevono direttamente da questi le informazioni necessarie per esercitare la due diligence. Pertanto è opportuno esentare le cartolarizzazioni



In secondo luogo, la *durata* dell'operazione incide sui tempi delle informative. Così, le informazioni sulle esposizioni (art. 7, par. 1, lett. a) nel caso di operazioni a medio lungo termine sono trimestrali, nel caso delle operazioni a breve termine, invece, sono mensili. Ancora, le comunicazioni agli investitori (art. 7, par. 1, lett. e) per le prime sono trimestrali, invece, mensili per le seconde.

In terzo luogo, la diversa *natura degli attivi sottostanti* comporta un trattamento differenziato (c.d. su misura) delle diverse tipologie di esposizioni indicate sopra. Con il Reg. (UE) n. 1224/2020 si introduce, poi, un'ulteriore distinzione su un piano qualitativo: esposizioni attive (in relazione alle quali è atteso un flusso futuro in entrata o in uscita) ed esposizioni inattive (ovvero in stato di *default*, in relazione alle quali, invece, non sono attesi flussi in entrata ed uscita, né recuperi)<sup>263</sup>.

Così, il trattamento differenziato si traduce nell'individuazione di "moduli" standardizzati di comunicazione diversi a seconda del tipo di sottostante, della durata dell'operazione e dello stato in cui versano (art. 2, par. 1, Reg. (UE) n. 1224/2020). Nel caso in cui un'operazione ricomprende più tipi di attivi, il soggetto segnalante sarà tenuto a mettere a disposizione le informazioni indicate da ciascun modello corrispondente al tipo di attivo (art. 2, par. 2, Reg. (UE) n. 1224/2020).

L'ultimo fattore – ovvero la situazione di impossibilità da parte dei soggetti onerati di mettere a disposizione informazioni riguardanti un'operazione – incide sul riconoscimento o meno di un'opzione "*no data*". A ben vedere, l'art. 7 non fa cenno alcuno al fatto che per alcune operazioni non sia oggettivamente possibile mettere a disposizione le informazioni richieste. Di questa "mancanza" sembra farsi interamente carico il Reg. (UE) n. 1224/2020 che riconosce ai soggetti segnalanti la

---

*private dall'obbligo di notificare a un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni le informazioni relative alle operazioni».*

<sup>263</sup> V. art. 1, Reg. (UE) n. 1224/2020.

possibilità di avvalersi dell'opzione “*no data*”, indicando però una serie di presidi volti a contenere il possibile abuso dell'opzione.

In primo luogo, la possibilità di avvalersi dell'opzione non è lasciata al singolo operatore, bensì determinata *ex ante*: gli allegati indicano i singoli casi nei quali è ammesso esercitare l'opzione; diversamente non risulta ammissibile il mancato rilascio del dato. Inoltre, l'opzione *no data* non deve essere considerata “definitiva”: il dato che oggi non è disponibile potrebbe esserlo successivamente. I soggetti segnalanti, pertanto, sono tenuti «*ad adoperarsi per poter comunicare le informazioni pertinenti in un futuro prossimo*», con la conseguenza che l'opzione ND esercitata «*dovrebbe essere verificabile in maniera oggettiva su base continuativa*»<sup>264</sup>. Infine, l'opzione ND deve essere sempre motivata e, su richiesta dell'autorità di vigilanza, il segnalante dovrà dettagliare le circostanze che lo giustificano (art. 9, Reg. (UE) n. 1224/2020).

## V.2.

### I REPERTORI DI DATI SULLE CARTOLARIZZAZIONI

Come anticipato, l'altro pilastro della nuova disciplina della trasparenza di settore è costituito dal sistema dei *repertori di dati sulle cartolarizzazioni*.

Tale sistema svolge due funzioni essenziali. In primo luogo, permette ad investitori e potenziali investitori di esercitare la *due diligence* sulle esposizioni cartolarizzate (obbligo sancito dall'art. 5, sul quale *infra*).

In questo senso, il sistema dei repertori rappresenta una delle modalità attraverso le quali adempiere agli obblighi di trasparenza sui prodotti, ponendosi come “servente” e complementare agli obblighi di *due diligence*<sup>265</sup>. In secondo luogo, garantendo l'accesso continuo, agevole e

---

<sup>264</sup> Cfr. Relazione Reg. (UE) n. 1224/2020, p. 4.

<sup>265</sup> Cfr. *considerando* n. 13, ove si legge che «*l'obiettivo principale dell'obbligo generale per il cedente, il promotore e la SSPE di mettere a disposizione le informazioni sulle*

gratuito degli investitori ai dati rilasciati, il sistema favorisce la trasparenza del mercato secondario dei prodotti cartolarizzati e, quindi, la liquidità dello stesso<sup>266</sup>.

Il sistema di *securitisation repository* è mutuato da quello già previsto nell'ambito degli strumenti derivati trattati o.t.c. (dettagliato nel Reg. (UE) n. 468/2012, in vigore dal 2014) e si fonda sul meccanismo del repertorio di dati, ovvero la persona giuridica che, da una parte, raccoglie e conserva, in modo centralizzato, le informazioni pertinenti sulle operazioni di cartolarizzazione (artt. 2, n. 23, art. 17, par. 1) e, dall'altra, mette a disposizione i dati raccolti, assicurando l'accesso diretto, immediato e gratuito nei confronti delle autorità pubbliche e degli investitori (art. 17, par. 1)<sup>267</sup>.

L'operatività di un *securitisation repository* è condizionata da un regime autorizzatorio (e dalla soggezione alla vigilanza di ESMA<sup>268</sup>). Ai sensi dell'art. 10, infatti, la registrazione è condizione perché il repertorio possa validamente operare. La registrazione si richiede presso l'ESMA<sup>269</sup> (se ottenuta, è valida, ai sensi dell'art. 10, par. 5, su tutto il territorio unionale) ed è subordinata al rispetto di determinate condizioni (indicate dal par. 2) e nel rispetto di una procedura attivabile su

---

*cartolarizzazioni tramite il repertorio di dati sulle cartolarizzazioni è fornire agli investitori una fonte unica e controllata dei dati necessari per esercitare la due diligence».*

<sup>266</sup> Cfr. *considerando*, n. 12, ove si legge che «Al fine di aumentare la trasparenza del mercato, è opportuno istituire un quadro dei repertori di dati sulle cartolarizzazioni ...».

<sup>267</sup> Salvo il caso in cui la comunicazione avvenga via sito *web*, per il caso in cui non sia registrato alcun repertorio dati sulle cartolarizzazioni (art. 7, par. 2).

<sup>268</sup> All'ESMA competente, oltre la tenuta del registro dei repertori di dati (art. 10, par. 1), anche la ricezione, analisi e decisione in ordine alla domanda di registrazione (artt. 10, par. 5 e 12). I poteri di vigilanza ricalcano quelli attribuiti all'ESMA sui «*repertori di dati sulle negoziazioni*» previsti nell'ambito del Reg. (UE) n. 648/2012 in materia di strumenti derivati o.t.c. (art. 14), fra i quali il potere di revoca (art. 15). L'intero sistema di vigilanza dovrebbe essere sostenuto dalle risorse che ESMA raccoglie dai repertori di dati, attraverso l'imposizione di commissioni, proporzionate al fatturato del repertorio (art. 16).

<sup>269</sup> La procedura si avvia con una domanda di registrazione ovvero di estensione della registrazione (nel caso in cui il repertorio di dati sia già autorizzato ad operare come repertorio di dati sulle negoziazioni (art. 10, par. 7, lett. c), in questo caso, la domanda è semplificata).

domanda del singolo repertorio (par. 4). Le condizioni – richieste su base continuativa<sup>270</sup> – sono elencate al par. 2. Si tratta di requisiti soggettivi (la natura di persona giuridica e la sede in uno degli Stati membri); requisiti sull’operatività, tali da assicurare la verifica della completezza e della coerenza dei dati raccolti e messi a disposizione, nonché di requisiti di *governance*, amministrativi e organizzativi (indicati agli artt. 78-79, Reg. (UE) n. 468/2012, ai quali si fa diretto rinvio).

La seconda funzione svolta dai repertori consiste nella messa a disposizione dei dati raccolti, ed è ampiamente dettagliata all’art. 17, sia rispetto ai soggetti che possono accedere alle informazioni, sia rispetto alle modalità che ne regolano l’accesso.

L’elenco contenuto al par. 1 finisce per ribadire il principio generale secondo il quale l’accesso deve essere garantito sia alle autorità di vigilanza (europee e nazionali) sia al mercato, ovvero investitori, anche solo potenziali. Quanto alle modalità, invece, esse devono garantire l’accesso diretto e immediato, nonché gratuito.

La definizione degli *standard* operativi e le condizioni richieste per garantire l’accesso nei termini sopra indicati sono affidati all’ESMA chiamata ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione (RTS)<sup>271</sup> e progetti di norme tecniche di attuazione (ITS) per specificare i moduli standardizzati attraverso i quali i soggetti obbligati alla segnalazione devono trasmettere le informazioni ai repertori.

---

<sup>270</sup> V. art. 10, par. 4, secondo il quale le condizioni devono essere soddisfatte «*in ogni momento*».

<sup>271</sup> Cfr. Reg. delegato (UE) n. 1229/2020 del 29.11.2019 che integra il regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli della domanda di registrazione dei repertori di dati sulle cartolarizzazioni e i dettagli della domanda semplificata di estensione della registrazione dei repertori di dati sulle negoziazioni (disponibile: [eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1229&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1229&from=EN)).

### V.3

#### DIVIETO DI RICARTOLARIZZAZIONE

L'art. 8, par. 1 sancisce un divieto generale di ri-cartolarizzazione, ovvero l'operazione «*ove almeno una delle esposizioni sottostanti è una posizione verso una cartolarizzazione*» (così l'art. 2, n. 4). Il Legislatore europeo motiva apoditticamente l'introduzione del divieto con l'esigenza di garantire «*il livello di trasparenza che il presente regolamento cerca di stabilire*» che, invece, «*le ricartolarizzazioni potrebbero ostacolare*»<sup>272</sup>. Tuttavia, e a ben vedere, più che i caratteri propri dei doveri di trasparenza, la norma sembra ricadere fra le forme regolamentari di *product regulation* con le quali si limita la possibilità di offerta di taluni prodotti sul mercato.

Il divieto in parola non opera in senso assoluto. Sono infatti previsti due casi di deroga per: *a*) le operazioni di cartolarizzazione i cui titoli siano stati emessi prima dell'entrata in vigore del Reg. (1° gennaio 2019); *b*) le cartolarizzazioni destinate a soddisfare «*fini legittimi*» (*legitimate purposes*) di cui al par. 3, e i cui titoli sono stati emessi a partire dal 1° Gennaio 2019.

La portata del divieto va quindi analizzata alla luce del par. 3 che considera «*fini legittimi*» quelli che mirano a: *a*) agevolare la liquidazione di un ente creditizio (ovvero di un'impresa di investimento o un ente finanziario); *b*) contribuire ad assicurare la solidità di un ente creditizio (ovvero di un'impresa di investimento o un ente finanziario); *c*) salvaguardare gli interessi degli investitori, qualora le esposizioni sottostanti siano deteriorate<sup>273</sup>. Inoltre, l'elenco non è definitivo, ma è

---

<sup>272</sup> Cfr. *considerando* n. 8.

<sup>273</sup> L'ampiezza del dato normativo non sembra coerente con le premesse, ovvero di consentire le ri-cartolarizzazioni «*solo in casi specifici*» (v. *considerando* n. 8). L'elasticità delle formule utilizzate lascia, quindi, ampia discrezionalità all'Autorità competente investita di volta in volta del compito di valutare la "legittimità" del fine.

suscettibile di essere integrato dall'ESMA che, in forza del par. 5, può elaborare RTS per ampliare i casi di esenzione.

In ogni caso, la possibilità di strutturare un'operazione di ricartolarizzazione e la valutazione in merito alla sussistenza o meno di un «*fino legittimo*» non sono lasciate alla libera scelta dell'*originator*. E', infatti, previsto che sia l'Autorità di vigilanza che, *ex ante*, valuta e accerta la sussistenza o meno dei presupposti e, se sussistenti, può autorizzare l'operazione.

## VI

### GLI OBBLIGHI DI DOVUTA DILIGENZA

A questo punto, resta da trattare un'ultima regola di condotta, fra quelle a portata generale, prevista in apertura del Capo II, all'art. 5, sotto la rubrica «*obblighi di due diligence per gli investitori istituzionali*». Anche in questo caso, la norma e gli obblighi di dovuta diligenza rappresentano una riedizione generalizzata – in modo trasversale – su tutti i comparti finanziari di quanto già precedentemente previsto settorialmente<sup>274</sup>.

Si è visto nel Capitolo III come anche gli obblighi di dovuta diligenza rappresentano uno dei pilastri fondamentali del nuovo *framework* di settore, insieme alla regola di mantenimento del rischio e agli obblighi di trasparenza.

Tuttavia, e a differenza di quanto riferito con riguardo a queste due ultime regole, nei consessi internazionali non era maturato un indirizzo univoco circa la necessità di implementare disposizioni cogenti nei diversi ordinamenti nazionali. Al contrario, l'approccio in quest'ambito sembrava ancora ancorato a favorire la diffusione di linee guida e buone pratiche, e quindi entro i confini delle tecniche di *soft law*. Un chiaro indirizzo, in questo senso, era rappresentato dal già citato Report di

---

<sup>274</sup> Si v., fra gli altri, l'art. 406 Reg. n. 575/2013 (CRR), che a sua volta replicava il contenuto dell'art. 122 *bis*, parr. 4 e ss.

IOSCO *Good practices in relation to investment managers' due diligence when investing in structured finance instruments* del Luglio 2009, nel quale si leggeva che «*The purpose of this paper is to outline practices against which both the industry and regulators can assess the quality of due diligence processes. They are not intended to serve as comprehensive requirements as far as due diligence is concerned, or to impose any new obligations on any member of IOSCO*» (p. 5)<sup>275</sup>.

Date queste premesse, si può cogliere allora una prima peculiarità del quadro normativo unionale che, invece, delinea e impone un vero e proprio obbligo di *due diligence* in capo agli investitori istituzionali<sup>276</sup>. Allo stesso tempo, però, spostando l'attenzione sull'impianto di *enforcement*, non si può non segnalare come, in caso di mancato rispetto dello stesso, manchino specifiche norme sanzionatorie e provvedimenti correttivi, comminabili, invece, per il mancato rispetto delle altre disposizioni (v. art. 32, par. 1, Regolamento).

Sulla portata di questi obblighi nel settore delle cartolarizzazioni, il Regolatore europeo non ha mai mancato di sottolineare la propria consapevolezza in ordine al fatto che rappresentando un *unicum* nel quadro finanziario europeo, pongono un problema anche in termini di scarso *playing field* rispetto agli altri prodotti finanziari in circolazione sui mercati siano essi continentali che stranieri<sup>277</sup>. Ciò nonostante, gli obblighi in parola sono stati – e restano – un pilastro irrinunciabile del regime normativo di settore, risultando, secondo lo stesso Regolatore,

---

<sup>275</sup> Consultabile in: [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf).

<sup>276</sup> Ai sensi dell'art. 2, n. 12, sono ricompresi nella categoria: a) l'impresa di assicurazione; b) l'impresa di riassicurazione; c) l'ente pensionistico aziendale o professionale; d) i GEFIA; e) gli OICVM; f) gli OICVM a gestione interna; g) gli enti creditizi.

<sup>277</sup> V., ad es., EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 22 dicembre 2014, pp. 31-32, ove si legge che «*The EBA is not aware of any specific regulatory due diligence requirements which apply in respect of other comparable investment products such as covered bonds and loan portfolios. Therefore, the due diligence requirements which apply to securitisations significantly exceed what is required for other comparable investment products, potentially creating an uneven playing field, greater compliance burdens and disincentives for investors*».

appropriati rispetto agli obiettivi generali del processo di riforma che ha investito il comportato delle cartolarizzazioni.

Venendo ora a trattare del contenuto precettivo della norma, quest'ultima si presenta, invero, con una struttura più articolata rispetto a quanto si possa evincere dalla stessa rubrica, poiché a fianco ad un vero e proprio obbligo di *due diligence*, vengono sanciti anche obblighi di preventiva verifica e di monitoraggio. Così, la norma dovrebbe essere analizzata distinguendo almeno tre diversi tipi di obblighi, due dei quali rilevano *ex ante* (nella fase antecedente all'investimento) mentre l'altro *ex post* (e su base continuativa, successivamente all'investimento).

Procedendo in ordine. Il par. 1 impone anzitutto all'investitore istituzionale di compiere una serie di verifiche prima di detenere una posizione verso un'operazione di cartolarizzazione. La norma rappresenta, a ben vedere, una disposizione di raccordo attraverso la quale il Legislatore prevede che l'investitore istituzionale si accerti che gli obblighi generali imposti a cedente, promotore e prestatore originario, siano rispettati. In questo senso, in una sorta di dinamica "a specchio", l'investitore istituzionale è tenuto a verificare che: a) siano rispettati gli obblighi di cui all'art. 9 Regolamento, in materia di criteri di concessione dei crediti; b) sia rispettato l'obbligo di mantenimento del rischio di cui all'art. 6 Regolamento; c) siano state messe a disposizione tutte le informazioni indicate all'art. 7 Regolamento in materia di trasparenza.

I citati obblighi di verifica preliminare imposti all'investitore istituzionale non sembrano porre particolari problemi applicativi, se non rispetto a quello indicato sub a). Difatti, la verifica in merito agli obblighi di trasparenza di cui all'art. 7 e all'obbligo di mantenimento del rischio di cui all'art. 5 è immediata: tali dati devono essere comunicati direttamente da cedente, promotore e dal prestatore originario agli investitori, con la conseguenza che questi ultimi sono nelle condizioni di poter appurare se siano stati o meno comunicati. Diversa, invece, è la



verifica sul rispetto degli obblighi inerenti ai criteri di concessione del credito, in quanto rappresentano informazioni non ricomprese fra quelle che obbligatoriamente devono essere rese pubbliche ai sensi dell'art. 7 e dell'art. 9. Pertanto, a ben vedere, si pone effettivamente il tema di come possa l'investitore istituzionale verificare concretamente il rispetto di tale obbligo da parte di cedente, promotore e prestatore originario. In assenza di indicazioni normative, l'investitore istituzionale sembra obbligato a dover richiedere informazioni in merito, anche attraverso il rilascio di documentazione, destinata normalmente a circolare internamente, e dalla quale si possa appurare il rispetto dell'art. 9 Regolamento.

Un obbligo di *due diligence* in senso proprio è, invece, sancito al par. 3 che impone all'investitore istituzionale di effettuare «una valutazione [...] che gli permette di valutare i rischi insiti nell'operazione». La norma, inoltre, indica anche alcuni elementi che dovrebbero essere oggetto di valutazione, ovvero: a) le caratteristiche di rischio; b) le caratteristiche strutturali, intendendo con esse tutte quelle che hanno un impatto rilevante sulla performance delle a.b.s.; c) la conformità, nel caso di operazioni s.t.s., ai requisiti in materia, anche facendo affidamento alla notifica di cui all'art. 27<sup>278</sup>.

Il par. 4, infine, pone un generale obbligo di monitoraggio su base continuativa, ossia *ex post* rispetto all'investimento in a.b.s. in capo all'investitore istituzionale, che si articola in diversi obblighi particolari funzionali al controllo costante sul rischio associato all'operazione<sup>279</sup>. L'obbligo di monitoraggio presuppone quattro diversi oneri in capo

---

<sup>278</sup> I tre elementi indicati dal Legislatore, i quali devono essere tenuti in considerazione nell'esecuzione dell'obbligo, rappresentano l'area di minimo intervento e valutazione, nulla vieta, tuttavia – come si evince dall'inciso («*tiene conto almeno di tutte le considerazioni seguenti*», di cui all'art. 5, par. 3) – che gli investitori istituzionali possano estendere il raggio di ampiezza dell'attività di *due diligence* ben oltre tali confini.

<sup>279</sup> Si tenga presente che un obbligo di monitoraggio su base continuativa era già previsto nelle discipline settoriali antecedenti.

all'investitore istituzionale: a) l'adozione di procedure interne, che risultino per iscritto e siano adeguate e proporzionate al profilo di rischio della posizione verso la cartolarizzazione e destinate ad assicurare il controllo costante sulla sussistenza degli elementi di cui ai par. 1 e 3 e sulla *performance* delle a.b.s.; b) la verifica periodica dei flussi di cassa e sul valore delle garanzie reali attraverso prove di *stress*; c) la predisposizione di meccanismi di segnalazione interna che assicurino all'organo amministrativo di avere un quadro sempre aggiornato circa i rischi derivanti dall'operazione e sul fatto che tali rischi siano gestiti in maniera adeguata<sup>280</sup>; d) di essere in grado di dimostrare, a richiesta delle Autorità di Vigilanza, di «*avere una visione globale e accurata della posizione verso la cartolarizzazione e delle esposizioni sottostanti*», «*di aver attuato le politiche e procedure scritte per la gestione del rischio*» e di «*conservare i dati delle verifiche e della due diligence*».

## VII

### LA VENDITA DEI PRODOTTI CARTOLARIZZATI AL CLIENTE RETAIL

Nel quadro delle disposizioni generali, un ultimo accenno merita la previsione di cui all'art. 3 e rubricata «*vendita di cartolarizzazioni a clienti al dettaglio*», da intendersi più correttamente come vendita di «*posizioni verso una o più cartolarizzazioni*».

Si è visto nel Capitolo III – dedicato alla ricostruzione del dibattito internazionale intorno alle linee di *policy* sull'implementazione di nuovi *framework* normativi di settore – che il tema dell'offerta o meno di questi prodotti alla clientela *retail* non ha rappresentato un punto centrale della discussione, risultando – al contrario – molto più dibattuta la questione intorno all'offerta rivolta agli investitori istituzionali, al loro elevato grado di affidamento alle valutazioni rilasciate dalle agenzie di

---

<sup>280</sup> I meccanismi di segnalazione interna all'organo amministrativo rappresentano, a differenza degli altri oneri individuati nel par. 4, una novità rispetto all'art. 406 CRR.

*rating* e, quindi, all'importanza di prevedere pratiche di *due diligence* rafforzate.

Eppure il tema dell'offerta sul mercato di tali prodotti nei confronti di investitori al dettaglio appare anch'esso nodale se, da una parte, si vuole evitare che prodotti troppo complessi finiscano nei portafogli di risparmiatori inconsapevoli dei rischi associati alle operazioni di cartolarizzazione e se, dall'altra, si vuole "approfondire" ed estendere il mercato delle a.b.s. alla filiera *retail*, soprattutto per quei prodotti che mirano ad ottenere l'etichetta di s.t.s.

A ben vedere la norma è il risultato di un intervento dell'*ultimo minuto*, non essendo prevista nell'originaria Proposta di Regolamento<sup>281</sup> né, a quanto consta, in altri atti preliminari. Tuttavia, nella fase di discussione pubblica della Proposta, risulta una decisa presa di posizione sul tema da parte del Comitato Economico e Sociale Europeo che, nel parere rilasciato nel 2016, dichiarava *«di condividere il punto di vista secondo cui, in considerazione della complessità e dei rischi collegati alle cartolarizzazioni, questi strumenti finanziari non devono essere accessibili agli investitori al dettaglio e ai consumatori. Il Comitato reputa altresì che l'attuale approccio basato sul carattere non vincolante di tale restrizione non sia sufficiente e chiede che nei testi sia inserito in maniera esplicita un divieto formale»*<sup>282</sup>.

---

<sup>281</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012 ([ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-472-IT-F1-1.PDF](http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-472-IT-F1-1.PDF)), Bruxelles, 30.9.2015, COM(2015) 472 final 2015/0226 (COD).

<sup>282</sup> COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, Parere in merito alla «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012» [COM(2015) 472 final — 2015/0226 (COD)] e alla «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento» [COM(2015) 473 final —

Così inquadrato il tema, che finiva quindi per essere ridotto ad un'alternativa secca fra chi riteneva che gli investitori *retail* dovessero essere totalmente esclusi dal mercato delle cartolarizzazioni e chi, al contrario, riteneva non opportuno creare barriere o limitazioni all'ingresso, l'attuale formulazione dell'art. 3 non può che apparire per quello che è: una soluzione di compromesso.

Già la formulazione, in negativo, del precetto normativo tradisce il "sentire" legislativo intorno al fatto che tali prodotti non dovrebbero essere ricompresi ordinariamente nei portafogli dei clienti al dettaglio («*il venditore di una posizione verso la cartolarizzazione non vede tale posizione a un cliente al dettaglio [...], a meno che ...*»). Tuttavia, il Legislatore finisce per permettere anche a questa categoria di clienti<sup>283</sup> di detenere a.b.s. subordinando, tuttavia, l'acquisto al soddisfacimento di due condizioni poste in capo al venditore.

La prima: ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. a) il venditore è tenuto anzitutto a svolgere una verifica in conformità all'art. 25, par. 2, dir. 2014/65/UE (MiFID II), avente ad oggetto l'idoneità, tenendo conto del profilo del cliente-investitore, a detenere una posizione verso la cartolarizzazione (risultato di tale valutazione va immediatamente comunicato in una relazione; lett. c). Si tratta di una verifica preliminare da svolgere in termini *qualitativi*.

La seconda: se il venditore ha accertato (positivamente) l'idoneità del cliente al dettaglio all'investimento in prodotti cartolarizzati, lo stesso dovrà procedere ad un'ulteriore verifica, subordinando la vendita ad una valutazione di tipo *quantitativo* del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, su base complessiva. In particolare, qualora risulti che il

---

2015/0225(COD)] (2016/C 082/01), Bruxelles, 20 gennaio 2016, p. 3 (consultabile: <https://eur-lex.europa.eu>).

<sup>283</sup> L'identificazione della categoria di cliente al dettaglio avviene per rinvio all'art. 4, par. 1, n. 11, dir. 2014/65/UE (MiFID II) che, come noto, si limita a definirla in negativo come quello che non sia un cliente professionale (ovvero il cliente che soddisfa i criteri stabiliti nell'allegato II, della direttiva).

valore del portafoglio del cliente non sia superiore a 500.000 euro, il venditore deve accertare anche che quest'ultimo: *a)* abbia investito un importo minimo di 10.000 euro in posizioni verso una o più cartolarizzazioni; *b)* non abbia investito più del 10% del valore complessivo del suo portafoglio in posizioni verso una (o più) cartolarizzazioni (art. 3, par. 2).

Pertanto, il Legislatore europeo impone che il venditore nei confronti di un cliente al dettaglio, prima di poter procedere all'operazione, debba sempre effettuare una verifica di idoneità all'investimento e, a seconda del valore complessivo del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, debba o meno anche verificare la composizione del portafoglio, non potendo procedere alla vendita qualora i due parametri quantitativi non siano rispettati.

Nello svolgimento di queste due verifiche preliminari è centrale l'analisi del portafoglio di strumenti finanziari del cliente da parte del venditore: il par. 3 precisa che tutte le informazioni devono essergli fornite dal cliente stesso, mentre il par. 4 precisa che nella valutazione e verifica sulla composizione del portafoglio si intendono ricompresi anche i depositi in contante e tutti gli strumenti finanziari, salvo quelli forniti a titolo di garanzia reale.

Resta fermo, in ogni caso, che anche il cliente al dettaglio sarà destinatario delle informazioni che *originator*, promotori e s.s.p.e. sono tenuti a mettere a disposizione, prima dell'investimento e durante (*i.e.* su base continuativa), risultando, al pari degli investitori professionali, «*detentori di posizioni verso la cartolarizzazione*» (come richiede l'art. 7, par. 1 in materia di obblighi di trasparenza).

## CAPITOLO V

### IL QUADRO SPECIFICO RELATIVO ALLE CARTOLARIZZAZIONI «SEMPLICI, TRASPARENTI E STANDARDIZZATE»

*«There is evidence that securitisations with particular features – with respect to underlying assets and structural safeguards – have performed better than for the structured finance market as a whole»*

BANCA CENTRALE EUROPEA, BANCA D'INGHILTERRA  
*The case for a better functioning securitisation market in the European  
Union. 2014*

SOMMARIO: **I.** LE CONDIZIONI GENERALI PER USUFRUIRE DELLA DENOMINAZIONE “S.T.S.”; **II.** REQUISITI PER LE CARTOLARIZZAZIONI NON A.B.C.P.; **II.1.** REQUISITI DI SEMPLICITÀ; **II.2.** REQUISITI DI STANDARDIZZAZIONE; **II.3.** REQUISITI DI TRASPARENZA; **III.** REQUISITI PER LE CARTOLARIZZAZIONI A.B.C.P.; **IV.** IL SISTEMA DI CERTIFICAZIONE DELLA CONFORMITÀ E NOTIFICA ALL'ESMA.

\*\*\*

Il Capo 4 apre la parte del Regolamento dedicata a stabilire un «*quadro specifico per cartolarizzazioni STS*» (artt. 18-28) ed è organizzato distinguendo, da una parte, la disciplina relativa alle condizioni e requisiti affinché un'operazione di cartolarizzazione possa usufruire della denominazione s.t.s. (Sezioni I-II, artt. 18-26) e, dall'altra, la disciplina relativa al sistema di certificazione che permette di accertare la conformità agli stessi citati requisiti (Sezione III, artt. 27-28).

A ben vedere, la distinzione in Sezioni replica quella dei due pilastri su cui si regge l'intero quadro normativo s.t.s., ovvero: i) il sistema di

etichettatura (*labelling process*) che – coerentemente con la scelta di fondo di tenere distinte le cartolarizzazioni a lungo termine da quelle a breve termine – distingue fra requisiti s.t.s. per le operazioni non-a.b.c.p. (artt. 20-22) e per quelle a.b.c.p. (artt. 23-26); *ii*) il sistema di certificazione (*certification process*) che, come si vedrà diffusamente al § III, ruota attorno al meccanismo privatistico di notifica della conformità all’ESMA.

Come anticipato, restano escluse dall’ambito oggettivo di applicazione del quadro specifico sulle s.t.s.<sup>284</sup>, le cartolarizzazioni di tipo sintetico; in relazione alle quali, invece, il Regolamento – con una norma a chiara vocazione programmatica – si limitava ad affidare all’ABE il compito specifico di redigere un *report* in merito alla possibilità di istituire un distinto e “parallelo” quadro specifico<sup>285</sup> e alla Commissione Europea quello di presentare una proposta legislativa entro gennaio 2020 (art. 45)<sup>286</sup>.

## I

### LE CONDIZIONI GENERALI PER L’USUFRUIRE DELLA DENOMINAZIONE “STS”

L’art. 18 chiarisce, anzitutto, che l’uso della qualifica “s.t.s.” (o per esteso “semplice, trasparente e standardizzata” e, in ogni caso, l’uso di formule differenti che, tuttavia, rimandano direttamente o indirettamente a tale

---

<sup>284</sup> Esclusione che aveva dato, inizialmente, adito a qualche critica, come evidenziato anche da V. BAVOSO, *High quality securitisation and EU capital markets union – is it possible?*, in *Accounting, Economics and Law*, 2017, p. 10.

<sup>285</sup> La relazione ABE è stata presentata il 24.9.2019. Si tratta di un documento posto in consultazione sino al 25.11.2019; v. *Discussion Paper - Draft Report on STS framework for synthetic securitisation*, pubblicato su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>286</sup> La scadenza non è stata rispettata ma la Commissione Europea ha recentemente rilasciato il *Report on the creation of a specific framework for simple, transparent and standardised synthetic securitisation, limited to balance-sheet synthetic securitisation*, 24.7.2020, COM(2020) 284 final, nel quale, concludeva che, da una parte, «*The analysis does not point to any material negative consequences that could be foreseeably generated by the creation of a specific STS framework for balance-sheet synthetic securitisations*», dall’altra, «*reviving the synthetic securitisation market and ensuring that it develops within the robust STS framework entails a number of positive benefits for banks, financial market and financial stability in general*».

concetto) è possibile solo alle seguenti tre condizioni: *i*) la cartolarizzazione rispetti i requisiti previsti dalla Sezione I (se si tratta di operazione non-a.b.c.p.) ovvero quelli stabiliti dalla successiva Sezione 2 (se si tratta, invece, di operazione o programma a.b.c.p.); *ii*) che sia stata effettuata la notifica all'ESMA ai sensi dell'art. 27, par. 1; *iii*) che, a seguito della notifica, l'operazione risulti dall'elenco tenuto dall'ESMA ai sensi dell'art. 27, par. 5<sup>287</sup>.

Tuttavia, è bene ricordare che, sebbene il Regolamento trovi applicazione a decorrere dal 1° gennaio 2019, la qualifica di a.b.s.-s.t.s. può essere attribuita (e vantata sul mercato) anche a quelle operazioni strutturate precedentemente, a condizione che rispettino tutte le suddette condizioni (art. 43, par. 2).

A queste prime tre condizioni si aggiunge, poi, anche quella prevista al comma 2, in forza del quale cedente, promotore e s.s.p.e. «*devono essere stabiliti nell'Unione*», con ciò imponendo un'ulteriore condizione, ossia che nell'operazione di cartolarizzazione che ambisca ad assumere il riconoscimento della qualifica di s.t.s., tutti gli attori principali devono essere stabiliti in un Paese UE.

Quest'ultima condizione soggettiva va correttamente inquadrata in contesto più ampio, costringendo a soffermarsi sul tema di un (possibile) regime di equivalenza – citato anche dall'art. 46, part. 1, lett. *e*) del Regolamento – e di cui dovrebbero beneficiare gli operatori esteri.

La questione assume una certa rilevanza perché impatta, in particolar modo, sul rapporto con quella che storicamente è stata la “piazza” finanziaria più importante del Continente, ovvero il Regno Unito, nella quale sono state organizzate – parzialmente o totalmente –

---

<sup>287</sup> Per un primo commento della nuova disciplina, si rinvia a P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2019, pp. 339-364; IDEM, *Cartolarizzazione semplici e standardizzate. Dallo shadow banking al techno banking*, Bari, Cacucci, 2020; G. GIANNESI, G. CONSOLI, *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, 2020, in *dirittobancario.it*.



innumerevoli operazioni di cartolarizzazione da parte anche e soprattutto di *originator* europei.

Il tema, allora, continua ad essere molto attuale e urgente, anche a causa dei ritardi accumulati nelle trattative per un accordo fra l'Unione Europea e il Regno Unito a seguito della Brexit, con conseguente impatto sul Regolamento stesso. Una prova, appunto, è proprio l'inserimento nella fase finale di approvazione del testo, della limitazione (soggettiva) dell'ubicazione degli operatori – non prevista nella Proposta originale della Commissione – e che costringe, oggi, a regolare le future relazioni con gli operatori di Oltremania nell'ambito degli accordi sul regime di equivalenza<sup>288</sup>.

In questo modo, il Regolamento lascia aperta la possibilità di valutare l'introduzione di un regime di equivalenza per cedenti, promotori e s.p.v. di Paesi terzi e non stabiliti in uno degli Stati membri UE, a fronte della possibile implementazione da parte di altri ordinamenti finanziari (su tutti, il Regno Unito) di quadri specifici in materia di cartolarizzazioni s.t.s. E lo fa, peraltro, in un contesto di rinnovata e spiccata attenzione da parte della Commissione per la promozione di una strategia in materia di politica di equivalenza<sup>289</sup>.

## II

### REQUISITI PER LE CARTOLARIZZAZIONI NON-A.B.C.P.

La Sezione I si compone di tre disposizioni preordinate alla definizione dei requisiti s.t.s. per le sole cartolarizzazioni non-a.b.c.p. L'art. 19, par. 1, in particolare, dispone che ai fini del riconoscimento della qualifica

---

<sup>288</sup> Da intendersi, in generale, come quegli strumenti di regolamentazione infra-statali che formalmente consistono in una decisione della Commissione Europea, attraverso il quale viene riconosciuto che il regime normativo (e di vigilanza) di un Paese terzo è equivalente a quello europeo.

<sup>289</sup> V. COMMISSIONE EUROPEA, *Equivalenza nel settore dei servizi finanziari*, Bruxelles, 29.7.2019 ([ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2019/IT/COM-2019-349-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF](https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2019/IT/COM-2019-349-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF)).

s.t.s., la cartolarizzazione deve essere conforme contestualmente ai sub-requisiti di semplicità (art. 20), di standardizzazione (art. 21) e, infine, di trasparenza (art. 22).

Nel prosieguo si procederà all'analisi delle tre norme e dei relativi criteri in esse fissati, tenendo però conto che il citato quadro normativo dovrà essere coordinato, da una parte, con gli *Orientamenti sui criteri STS per cartolarizzazioni non ABCP* e, dall'altra, con gli *Orientamenti sui criteri STS per cartolarizzazioni ABCP*, adottati dall'Autorità Bancaria Europea in data 12 dicembre 2018 e applicabili a decorrere dal 15 maggio 2019 (di seguito, unitariamente, *Orientamenti ABE*<sup>290</sup>), entrambi rilasciati ai sensi dell'art. 19, par. 2.

## II.1

### REQUISITI DI SEMPLICITÀ

I requisiti di semplicità sono enucleati all'art. 20 e possono essere distinti nel seguente modo:

*a) L'effettività del trasferimento delle esposizioni sottostanti (true sale) e disapplicazione delle regole nazionali in materia di revocatoria.*

Un primo requisito a garanzia della semplicità dell'operazione concerne le modalità di trasferimento delle esposizioni sottostanti all'ente veicolo. Il trasferimento – sia esso realizzato attraverso una cessione o una vendita o altro tipo di negozio giuridico – deve possedere i connotati dell'*effettività* di modo che l'operazione possa essere opponibile al venditore e a qualsiasi terzo (art. 20, par. 1)<sup>291</sup>.

---

<sup>290</sup> Gli Orientamenti sono stati emanati ai sensi dell'art. 16 Reg. (UE) n. 1093/2010, in ragione della previsione contenuta all'art. 19, par. 2, e pubblicati sul sito [www.eba.europa.it](http://www.eba.europa.it).

<sup>291</sup> In forza dell'art. 20, par. 4, con chiara finalità antielusiva, l'effettività del trasferimento delle esposizioni sottostanti deve essere valutata anche in relazione ad eventuali passaggi intermedi, allorquando il venditore non corrisponda all'*originator*.

A “garanzia” dell’effettività del trasferimento viene, inoltre, sancita l’inapplicabilità delle «*disposizioni rigide in tema di revocatoria (clawback) in caso di insolvenza del venditore*» (art. 20, par. 1). Si tratta di tutte quelle disposizioni che permettono al soggetto incaricato della liquidazione<sup>292</sup> del venditore di invalidare il trasferimento in ragione del fatto che è avvenuto «*entro un certo periodo antecedente la dichiarazione di insolvenza*» ovvero di quelle disposizioni che consentono alla s.s.p.e. di evitare l’invalidazione provando che al momento del trasferimento «*non era conoscenza dell’insolvenza del venditore*» (art. 20, par. 2, lett. a) e b)<sup>293</sup>.

Queste previsioni normative vanno, infine, coordinate con quanto previsto dal par. 6 e con i summenzionati *Orientamenti* EBA. In particolare, ai sensi del par. 6, il venditore è chiamato a fornire al s.s.p.e. «*dichiarazioni e garanzie*» volte ad attestare che le esposizioni non sono vincolate e, in ogni caso, che non risultano a sua conoscenza situazioni che potrebbero compromettere l’effettività del trasferimento.

In parallelo, il Regolatore prevede che ai fini di una più corretta ed efficace rilevazione del rispetto del requisito, dovrebbe essere rilasciato un parere – reso da un consulente legale esterno qualificato e accessibile anche al terzo incaricato di verificare la conformità s.t.s. – nel quale, fra l’altro, si “certifichi” l’effettività del trasferimento e l’effetto segregativo conseguente, anche per il caso di insolvenza del venditore, alla luce del quadro normativo (nazionale) di riferimento, e si offra una valutazione dei rischi di revocatoria e di ri-caratterizzazione (ovvero riqualificazione del negozio giuridico)<sup>294</sup>.

---

<sup>292</sup> Nel caso italiano, si pensi ai poteri propri del curatore fallimentare e, in particolare, si v. l’art. 67 l. fall. che, certamente, ricade nell’ambito della regola della disapplicazione.

<sup>293</sup> Ai sensi del par. 3 non costituiscono, invece, disposizioni rigide in materia quelle che nei quadri normativi nazionali consentono al liquidatore (direttamente) o al tribunale di invalidare le esposizioni «*in caso di trasferimenti fraudolenti, ingiusto pregiudizio nei confronti dei creditori o trasferimenti tesi a favorire indebitamente particolari creditori rispetto ad altri*».

<sup>294</sup> Cfr. *Orientamenti* EBA, § 4.1.

b) *L'esclusione della gestione attiva del portafoglio di a.b.s. su base discrezionale.*

Un ulteriore sub-requisito è indicato al par. 7 e impone che le esposizioni sottostanti trasferite soddisfino «*criteri di ammissibilità prestabiliti, chiari<sup>295</sup> e documentati che non consentano la gestione attiva del portafoglio di tali esposizioni su base discrezionale*».

Ebbene, quando si può parlare di gestione attiva? Anzitutto, lo stesso par. 7 chiarisce che non si considera tale la mera «*sostituzione delle esposizioni che violano le dichiarazioni e garanzie*» (rilasciate ai sensi del par. 6). Allo stesso tempo, gli *Orientamenti* EBA chiariscono, invece, che la gestione del portafoglio rileva nei termini di una gestione attiva allorquando si realizza una delle seguenti condizioni: i) la *performance* dell'operazione è influenzata anche dalla gestione del portafoglio, al punto che non è possibile modellizzare il rischio di credito associato alle esposizioni senza che sia considerata la strategia di gestione adottata; ii) la gestione del portafoglio «*è effettuata a fini speculativi volti ad ottenere una performance migliore, un rendimento più elevato, profitti finanziari complessivi o altri benefici puramente finanziari e economici*» (§ 4.2, par. 15).

In ogni caso, le esposizioni che siano state trasferite alla s.s.p.e. dopo la conclusione dell'operazione «*devono soddisfare i criteri di ammissibilità applicati alle esposizioni sottostanti iniziali*». Ciò è conforme alla regola quando: i) nelle «*cartolarizzazioni normali tali criteri non sono meno rigorosi di quelli applicati al momento della conclusione dell'operazione*»; ii) nel caso di cartolarizzazioni che «*emettono serie multiple di titoli, compresi master trust, tali criteri non sono meno rigorosi dei criteri di ammissibilità applicati alle esposizioni sottostanti iniziali al momento dell'emissione più recente*» (*Orientamenti* EBA, § 4.2., par. 17).

---

<sup>295</sup> Secondo gli *Orientamenti* EBA, la chiarezza dei criteri è integrata allorquando «*la conformità con gli stessi può essere determinata da un'autorità giudiziaria in quanto elemento di fatto e di diritto o entrambi*», p. 4.2, par. 17.

c) *L'omogeneità delle attività sottostanti: criteri identificativi.*

La semplicità implica, inoltre, omogeneità<sup>296</sup>: il par. 8 richiede, infatti, che la cartolarizzazione sia garantita da esposizioni sottostanti «omogenee per tipologia di attività».

Per chiarire in cosa si sostanzia questo ulteriore sub-requisito occorre tenere presente, da una parte, la stessa previsione – che indica alcuni criteri generali – e, dall'altra, gli *Orientamenti* EBA e gli RTS elaborate dall'EBA ai sensi del par. 14.

Anzitutto, ciascun portafoglio deve essere composto da «una sola tipologia di attività» e fra esse non devono essere ricomprese quelle attività identificabili come “valori mobiliari”<sup>297</sup>, fatti salvi i *corporate bonds* emessi da società non quotate in una sede di negoziazione.

L'esclusione generale dei valori mobiliari non pare direttamente e strettamente collegata all'omogeneità, piuttosto sembra impedire l'etichettatura di s.t.s. a tutte quelle operazioni (più) complesse e, quindi, meno semplici, ancorché teoricamente idonee a garantire un certo grado di omogeneità, quali le cartolarizzazioni collateralizzate.

In ogni caso, l'omogeneità deve essere valutata avendo riguardo principalmente alle caratteristiche dei sottostanti «*in termini di flusso di cassa*», fra questi caratteri rilevano quelli relativi al contratto, al rischio di credito associato e ai rimborsi anticipati.

d) *L'esclusione delle ri-cartolarizzazioni.*

Inoltre, perché un portafoglio a.b.s. possa dirsi conforme al requisito di semplicità, non deve ricomprende a.b.s. derivanti da operazioni di cartolarizzazione ed operazioni di ricartolarizzazione (par. 9). Si esclude, quindi, che nella selezione (prima) e composizione definitiva (dopo), il portafoglio ricomprenda posizioni verso cartolarizzazioni,

---

<sup>296</sup> P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, op. cit., p. 350.

<sup>297</sup> Cfr. art. 4, par. 1, punto 44, Direttiva 2014/65/UE.

come definite all'art. 2, par. 4 e ciò in aderenza al divieto generale di cui all'art. 8 (a cui si rinvia, v. Cap. IV).

*e) I parametri di sottoscrizione e il requisito dell'esperienza del cedente.*

Il par. 10 descrive due ulteriori sub-requisiti funzionali a garantire la semplicità della cartolarizzazione, entrambi preordinati a fungere da argine alle possibili degenerazioni del modello *originate to distribute*, per cui, a fronte della possibilità di poter trasferire il rischio di credito associato, il prestatore originario è indotto, in fase di concessione del prestito, ad applicare ai sottoscrittori criteri comparativamente meno rigorosi rispetto a quelli adottati per attività destinate, invece, a permanere in bilancio (cfr. *considerando* n. 18).

In questo senso, è richiesto, da una parte, che le esposizioni sottostanti siano create «*nel corso ordinario dell'attività del cedente o prestatore originario*» facendo applicazione «*di parametri di sottoscrizione non meno rigorosi*» di quelli applicati «*ad analoghe esposizioni non cartolarizzate*» e, dall'altra, che il cedente o prestatore originario abbiano «*esperienza nella creazione di esposizioni di analoga natura*» rispetto a quelle oggetto di cartolarizzazione.

Sotto il primo profilo, la corretta applicazione della disposizione implica, anzitutto, la possibilità di un confronto fra i parametri di sottoscrizione. E ciò dovrebbe essere garantito dall'obbligo imposto al prestatore di divulgare agli investitori i parametri utilizzati in fase di creazione delle esposizioni cartolarizzate e le eventuali successive modifiche, purché sostanziali, degli stessi parametri.

Con riguardo, invece, all'«*esperienza nella creazione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate*» richiesta dal par. 10, ult. cpv., il Regolatore ha individuato una serie di condizioni che sono riferibili ai componenti l'organo di amministrazione e all'alta dirigenza del cedente o prestatore originario ma anche all'attività svolta dal cedente o prestatore originario (*Orientamenti* EBA, § 4.4; parr. 34 e 35).

Nel primo caso, viene richiesto il possesso di esperienza, espressa in termini qualitativi, tale per cui gli amministratori e gli alti dirigenti dovrebbero essere dotati di «*adequate conoscenze e abilità*» (da valutarsi alla luce dell'adeguatezza delle capacità rispetto agli incarichi ricoperti, del percorso formativo e dell'appropriatezza della struttura di *governance* deputata alla creazione delle esposizioni). Nel secondo, invece, il possesso dell'esperienza in capo agli operatori, espressa in termini temporali, passa, in primo luogo, per la dimostrazione del fatto che lo svolgimento della loro attività ha riguardato *anche* la creazione di tali tipi di esposizioni «*per almeno cinque anni*». Tuttavia, dal tenore letterale dell'orientamento non si evince se i cinque anni – dai quali si presume l'esperienza – debbano essere intesi come gli *ultimi* cinque anni (antecedenti l'operazione) ovvero, ancora, se i cinque anni debbano intendersi consecutivi o meno rispetto ad un periodo di osservazione maggiore. In subordine, inoltre, per il caso in cui questo primo requisito non possa essere soddisfatto, è previsto che cedente o prestatore originario possano essere considerati in possesso dell'esperienza richiesta allorquando, contestualmente, almeno due dei membri dell'organo di amministrativo e gli alti dirigenti (responsabili della gestione del processo di creazione delle esposizioni) abbiano, a livello personale, una pertinente e pregressa esperienza professionale di almeno cinque anni nella creazione di tali esposizioni.

*f) La qualità creditizia delle esposizioni selezionate e trasferite alla s.s.p.e.*

La semplicità, inoltre, impone che le esposizioni selezionate e trasferite alla s.s.p.e. non siano in stato di *default* né che rappresentino posizioni verso un debitore (o un garante) di affidabilità creditizia deteriorata. In questo senso, il par. 11 prevede uno specifico divieto che opera *ex ante*, ovvero nella fase di selezione (*selection pooling*) delle attività destinate alla cartolarizzazione.

Il primo dei due concetti è definito compiutamente attraverso un rinvio diretto all'art. 178, par. 1, Reg. (UE) n. 575/2013<sup>298</sup>. Pertanto, si considererà in stato di *default* quel debitore in relazione al quale: i) è improbabile che adempia spontaneamente alle sue obbligazioni; ii) risulta in ritardo nel pagamento da oltre novanta giorni su un'obbligazione (fatte salve le eccezioni previste per alcuni tipi di esposizione)<sup>299</sup>.

Con riguardo, invece, all'altro concetto, ovvero l'«*esposizione verso un debitore o un garante di affidabilità deteriorata*», gli *Orientamenti ABE* chiariscono, anzitutto, che tale divieto implica che al momento della selezione delle attività sottostanti queste debbano tutte garantire il «*diritto di rivalsa per l'intero importo della posizione cartolarizzata nei confronti di almeno un soggetto con affidabilità creditizia non deteriorata*», a prescindere dal fatto che sia il debitore diretto ovvero il garante della posizione (4.5, § 40). Di conseguenza, il portafoglio non dovrà comprendere posizioni nei confronti di debitori assistiti da garanti, i quali, entrambi, esprimono un grado di affidabilità creditizia deteriorata ovvero, ancora, nei confronti di un debitore con affidabilità deteriorata qualora tale posizione non sia coperta da un garante per l'intero importo cartolarizzato. Di contro, invece, sarà possibile ricomprendere posizioni nei confronti di debitori con affidabilità deteriorata allorquando siano assistiti da garanti nei confronti dei quali è esercitabile il diritto pieno di rivalsa.

Orbene, questione dirimente è, a questo punto, chiarire la portata dell'espressione affidabilità creditizia deteriorata. Il par. 11 indica tre

---

<sup>298</sup> Il rinvio al Reg. (UE) n. 575/2013, inoltre, deve considerarsi valevole anche per il caso in cui prestatore originario e cedente non rientrino nel campo di applicazione soggettivo dello stesso. Per questa ipotesi, gli *Orientamenti ABE* precisano, infatti, che tali enti dovrebbero comunque conformarsi alle previsioni in materia «*nella misura in cui la loro applicazione non sia ritenuta indebitamente gravosa*» (v. 4.5, § 38).

<sup>299</sup> La norma, inoltre, va coordinata con il Reg. delegato (UE) n. 171/2018 sulla soglia di rilevanza delle obbligazioni creditizie in arretrato e con gli *Orientamenti ABE sull'applicazione della definizione di default* del 18.1.2017 (cfr. *Orientamenti ABE*; 4.5, § 37).



differenti tipologie di circostanze che vanno, peraltro, a definire un elenco da intendersi come tassativo<sup>300</sup>.

Anzitutto, la lett. a) indica come rilevanti la dichiarazione di insolvenza del debitore (o del garante), la situazione nella quale sia stata pronunciata una decisione «*definitiva e inappellabile*» nella quale risulti riconosciuto a favore dei creditori «*il diritto di esecutorietà o il risarcimento del danno per mancato pagamento nei tre anni precedenti la data di creazione*», ovvero ancora la situazione nella quale il debitore (o il garante) risulta essere «*stato oggetto di un processo di ristrutturazione del debito in relazione alle sue esposizioni deteriorate nei tre anni precedenti la data*» di trasferimento delle attività sottostanti<sup>301</sup>.

La seconda circostanza è descritta alla lett. b): si tratta del debitore o garante i quali, al momento della creazione dell'esposizione, risultavano iscritti «*in un registro pubblico del credito con referenze negative*»<sup>302</sup>. In questo caso, però, il divieto opera a condizione che la posizione concerna soggetti «*esplicitamente segnalati [...] con referenze negative a causa di uno status negativo o di informazioni negative conservate nel registro*» e che, contestualmente, i motivi alla base dell'iscrizione risultano in ogni caso «*pertinenti ai fini della valutazione del rischio*» (cfr. *Orientamenti ABE*, 4.5, § 43).

Da ultimo, alla lett. c) si fa riferimento al quel debitore o garante che vanta una valutazione in termini di merito creditizio o affidabilità creditizia che indica l'esistenza di «*un rischio di inadempimento dei*

---

<sup>300</sup> V. *Orientamenti ABE*; 4.5., § 39 secondo cui, ai fini dell'applicazione del divieto in parola, non dovrebbero rilevare circostanze diverse da quelle indicate all'art. 11, par. 1, lett. a), b) e c).

<sup>301</sup> In ogni caso, l'esclusione non opera se dalla data della ristrutturazione – che deve aver avuto luogo almeno un anno prima della cartolarizzazione – le esposizioni non abbiano accusato “*nuovi arretrati*” e se, contestualmente, le informazioni rese ai sensi dell'art. 7, par. 1, viste *supra*, siano integrate da quelle concernenti la proporzione delle esposizioni oggetto di ristrutturazione rispetto al complessivo, i dettagli relativi alla ristrutturazione e la *performance* delle esposizioni dalla ristrutturazione.

<sup>302</sup> Si tenga, inoltre, presente che la lett. b) dispone che in assenza di un registro pubblico del credito possa rilevare qualsiasi altro registro del credito a disposizione del cedente o del prestatore originario.

*pagamenti pattuiti sensibilmente»* più elevato rispetto alle altre esposizioni comparabili non cartolarizzate detenute dal cedente.

Inoltre, l'esclusione dal portafoglio di esposizioni verso posizioni con affidabilità creditizia deteriorata è subordinata alla *conoscenza* di tale circostanza da parte del prestatore originario o del cedente. In altre parole, ciò significa che, da una parte, un'eventuale presenza di posizioni deteriorate potrebbe essere "giustificata" solo nel caso di mancata conoscenza di tale circostanza e, dall'altra, invece, che non sarebbe giustificata a fronte di informazioni rilasciate ovvero accessibili attraverso determinate fonti che cedente e prestatore devono tenere in considerazione. Quali siano queste fonti che garantiscono la conoscibilità è, invece, questione affrontata negli *Orientamenti ABE*: si tratta di informazioni che provengono dagli stessi debitori in fase di creazione dell'esposizione, dal cedente, il quale attraverso la gestione ordinaria delle esposizioni può appurare la situazione debitoria, dai terzi che abbiano notificato al cedente informazioni in merito ovvero, da ultimo, da informazioni che sono disponibili pubblicamente, anche attraverso i registri istituiti a tali fini (v. 4.5, § 41).

*g) Il requisito «almeno un pagamento».*

Il penultimo sub-requisito di semplicità è indicato al par. 12 e richiede che, al momento del trasferimento delle esposizioni alla s.s.p.e., il debitore abbia effettuato almeno un pagamento<sup>303</sup>. Il criterio mira così a ridurre il rischio che l'esposizione sottostante sia il risultato di una frode ovvero sia circondato da altri rischi operativi<sup>304</sup>.

---

<sup>303</sup> P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca, op. cit.*, p. 352, il quale individua la *ratio* del requisito nel contrastare la pratica, in un certo senso elusiva, del trasferimento da parte dell'originator di attivi appena sorti.

<sup>304</sup> La regola, così fissata in linea generale, patisce un'eccezione per il caso di cartolarizzazioni rotative, allorquando queste ultime siano "coperte" da esposizioni «pagabili in un'unica rata o con scadenza inferiore a un anno», per cui l'obbligo di rispetto del sub-requisito non opera (v. art. 20, par. 12, ult. parte).

Il requisito, quindi, non incide nella fase prodromica di selezione degli *asset* trasferibili, ben potendo l'*originator* individuare esposizioni da destinare all'operazione in relazione alle quali non abbia ancora ricevuto alcun pagamento da parte del debitore; ciò che conta, infatti, è che almeno un pagamento intervenga successivamente e, in ogni caso, entro il momento di trasferimento alla s.s.p.e. Spetta, invece, agli *Orientamenti* ABE chiarire la portata del concetto di "pagamento": si precisa infatti che eventuali anticipi verso un determinato mutuatario non integrano «*un nuovo requisito "almeno un pagamento"*» rispetto alla stessa esposizione (4.6, § 46) e si considera "pagamento" quello di locazioni, del capitale o (anche solo) di interessi «*o un qualsiasi altro tipo di pagamento*» (4.7, § 47).

*h) L'assenza di un rapporto di dipendenza preponderante derivante dalla vendita delle attività.*

L'ultimo sub-requisito fissato dall'art. 20, par. 13 richiede che il rimborso non sia strutturato in modo tale da dipendere «*in maniera preponderante dalla vendita delle attività poste a garanzia delle esposizioni sottostanti*». Ovviamente, e come precisato dagli *Orientamenti* ABE (4.7, par. 49), il criterio non ha portata generale: difatti, opera solo in relazione ad operazioni nelle quali figurino esposizioni il cui rimborso possa dipendere dalla vendita di attività poste a garanzia (esposizioni che, per semplicità, qui definiamo "*esposizioni-dipendenti*").

Il criterio è funzionale a ridurre alcuni specifici rischi richiamati dall'ABE nelle premesse sistematiche agli *Orientamenti*: è evidente, infatti, che un'elevata dipendenza aumenta i correlativi rischi di liquidità, i rischi di mercato e quelli di trasformazione delle scadenze, rendendo peraltro complicato modellare il rischio di credito associato alla singola

operazione<sup>305</sup>. In questo senso, allora, lo scopo del sub-criterio è quello di garantire che il rimborso del capitale alla scadenza del contratto non sia prevalentemente influenzato dalla vendita di attività poste a garanzia<sup>306</sup>.

Ciò premesso, l'attenzione va quindi posta sulle condizioni che permettono di scorgere un simile rapporto di dipendenza preponderante. In merito, e con un approccio in negativo, l'ABE ha indicato tre condizioni che escluderebbero tale tipo rapporto. Si tratta, in particolare, di situazioni nelle quali rispetto ad un'operazione: i) il rapporto fra il saldo di capitale alla scadenza (come convenuto contrattualmente) delle esposizioni-dipendenti e il valore iniziale complessivo di tutte le esposizioni ricomprese nella stessa operazione non è superiore al 50%; ii) le scadenze delle esposizioni-dipendenti «*non sono oggetto di concentrazioni rilevanti e sono sufficientemente distribuite durante la durata dell'operazione*» (così, riducendo il rischio *default*); iii) il rapporto fra il valore aggregato delle esposizioni-dipendenti verso un ciascun debitore e il valore aggregato di tutte le esposizioni comprese nell'operazione non è superiore al 2%.

## II.2

### REQUISITI DI STANDARDIZZAZIONE

Analizzati i sub-requisiti funzionali a garantire la semplicità dell'operazione, ed enucleati all'art. 20, in questo paragrafo saranno

---

<sup>305</sup> Cfr. *Orientamenti* ABE, p. 14.

<sup>306</sup> Fa eccezione l'ipotesi prevista dal comma 2 che prende in considerazione posizioni rappresentate da attività sottostanti garantite, a loro volta, da attività il cui valore è «*coperto o pienamente mitigato da un obbligo di riacquisto*» da parte del venditore o di altri terzi. In questi casi, l'obbligo di riacquisto esclude *ex lege* il rapporto di prevalente dipendenza a condizione che il venditore o i terzi non versino in uno stato di insolvenza ovvero che non sussistano motivi per ritenere tali soggetti non in grado di rispettare gli obblighi di garanzia o quello di riacquisto (v. *Orientamenti* ABE, 4.7, § 50).

esaminati quelli richiesti ai fini della standardizzazione, indicati all'art. 21, anche alla luce degli *Orientamenti ABE* (cfr. par. 5).

a) *L'applicazione della risk retention rule.*

Il par. 1 impone, anzitutto, il rispetto dell'obbligo di mantenimento del rischio da parte di cedente, promotore e prestatore originario in conformità all'art. 6, operando, quindi, un raccordo fra la disciplina generale e quella speciale in materia s.t.s. Sul punto gli *Orientamenti ABE* si limitano a richiamare l'obiettivo generale, ovvero quello di favorire l'allineamento fra gli interessi dei soggetti coinvolti nell'operazione, così limitando gli effetti del modello o.t.d.

b) *L'adeguata mitigazione dei rischi di tasso e di cambio.*

Il par. 2, invece, richiede che la cartolarizzazione sia assistita da un'adeguata copertura e mitigazione del rischio di tasso e del rischio di cambio.

Come noto, questo obiettivo viene generalmente perseguito attraverso l'uso di strumenti derivati, la cui presenza, però, in un portafoglio che ambisce alla qualifica s.t.s., rischia di inficiare il complessivo profilo della semplicità dell'operazione. Di qui nasce l'esigenza per il Legislatore di far rientrare dalla finestra quanto fatto uscire dalla porta, mantenendo una certa coerenza sistematica.

L'assetto definito dal quadro regolamentare è, quindi, caratterizzato dall'esplicito riconoscimento dell'uso di derivati (a fianco ad altre misure di attenuazione, fra le quali, gli *Orientamenti ABE* richiamano i fondi di riserva, margine positivo e l'eccesso di riserva) subordinandolo però ad una serie di cautele. In questo senso, è stabilito che l'uso di derivati deve essere funzionale esclusivamente «a coprire le asimmetrie delle attività e passività dei tassi di interesse e dei cambi», e non a perseguire scopi speculativi (v. *Orientamenti ABE*, 5, § 52). Sotto altro profilo, invece, si esclude l'operatività del divieto di esposizioni

sottostanti accompagnate da una componente derivata qualora sia finalizzata al rispetto del requisito in parola e a condizione che le stesse esposizioni non sia esse stesse derivate (v. *Orientamenti ABE*, 5.1, § 55) e che vengano sottoscritti e documentati nel rispetto delle regole comuni della finanza internazionale, comprese quelle dell'*International Swaps or Derivates Association* (ISDA, cfr. *Orientamenti ABE*, 5.1, § 56).

*c) I pagamenti degli interessi connessi ad un tasso di riferimento.*

Il par. 3 prende, inoltre, in considerazione i tassi di riferimento a cui, eventualmente, possono essere legati (e parametrati) i pagamenti degli interessi a favore degli investitori, al fine di evitare che le operazioni di cartolarizzazione facciano riferimento a tassi non comunemente accettati nella prassi di mercato e, pertanto, difficili da analizzare e modellizzare (cfr. *Orientamenti ABE*, 5.2, § 57).

La norma, in particolare, prevede che tali tassi siano individuati fra quelli «del mercato di uso generale» ovvero fra quelli «settoriali di uso generale» che siano in grado «di riflettere il costo di finanziamento e non rimanda a formule o derivati complessi».

Gli *Orientamenti ABE*, invece, specificano (integrando la normativa primaria) che dovrebbero essere considerati tali i tassi interbancari (ivi compresi Libor e Euribor), i tassi indicati da Autorità di politica monetaria (compresi i tassi di finanziamento della FED e i tassi di sconto delle banche centrali), e altri tassi settoriali (inclusi quelli variabili standard o interni che riflettono il costo di finanziamento) purché siano forniti elementi agli investitori per comprendere e valutare il rapporto fra questi e quelli di mercato (cfr. 5.2, § 57). Inoltre, viene precisato che con la dicitura tassi complessi si intende quelli che ricadono nella definizione di strumento esotico<sup>307</sup> (cfr. 5.2, § 58).

---

<sup>307</sup> La definizione è stabilita dal *Global Association of Risk Professionals* (GARP), nei termini di un'attività o uno strumento finanziario che possiede caratteristiche tali da renderlo più complesso rispetto a quelle attività o strumenti finanziari più semplici (c.d. *plain vanilla*).

*d) Requisiti in caso di azione esecutiva o messa in mora.*

Il par. 4 indica i requisiti di standardizzazione per il caso in cui nei confronti dei debitori, alternativamente, sia stata avviata un'azione esecutiva ovvero sia stata notificata una messa in mora, con l'obiettivo, più generale, di evitare che gli investitori in a.b.s. subiscano meccanismi di rimborso non previsti<sup>308</sup>.

Perché ciò avvenga, la norma primaria impone che, in caso si verificano queste situazioni, siano previste (ed esplicitate) una serie di regole per cui: *a)* nessun fondo dovrebbe rimanere bloccato nella s.p.v., fatte salve le somme necessarie per il funzionamento dello stesso veicolo e, eventualmente, quelle ulteriori per «circostanze eccezionali» (che, comunque, devono essere indicate nella documentazione dell'operazione, e previste in un elenco non tassativo; *Orientamenti ABE*, 5.3, § 59-60); *b)* in ogni caso, sono vietati rimborsi della componente del capitale investito (ciò non vale, quindi, per la componente interessi) che non rispettino il rispettivo rango (in altre parole, le *tranche junior* non dovrebbero essere preferite rispetto ai possessori di a.b.s. *senior*; *Orientamenti ABE*, 5.3, § 61-62); *c)* la liquidazione delle posizioni non avvenga in maniera automatica al valore di mercato.

*e) L'informazione rispetto alle clausole di rimborso anticipato e gli eventi attivatori della conclusione del periodo rotativo.*

Il par. 6 prevede che la documentazione relativa all'operazione comprenda anche clausole di rimborso anticipato<sup>309</sup> o, se la cartolarizzazione ha carattere rotativo, l'indicazione di «*eventi attivatori della conclusione del periodo rotativo*». Il sub-requisito mira a garantire che gli investitori in a.b.s. siano protetti dal rischio che il capitale

---

<sup>308</sup> P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, op. cit., p. 353.

<sup>309</sup> La cui definizione è contenuta all'art. 2, par. 17.

investito non venga integralmente rimborsato al verificarsi di determinati eventi, imponendo il rimborso dell'investitore prima della scadenza delle esposizioni come contrattualmente prevista.

La norma si premura di indicare specificamente alcuni di tali eventi alle lett. a), b), c) e d). Si tratta dell'ipotesi di deterioramento della qualità creditizia delle esposizioni sino ad una determinata soglia ovvero al di sotto di essa; del verificarsi di un evento di insolvenza che investe il cedente o il *servicer*; della diminuzione del valore delle esposizioni possedute dalla s.s.p.e. al di sotto di una data soglia ovvero, infine, dell'incapacità di creare nuove esposizioni che soddisfino la qualità creditizia prefissate.

*f) L'informazione rispetto a gestori e altri soggetti e le clausole di sostituzione.*

Ancora, il par. 7 richiede che siano fornite chiaramente informazioni relative agli obblighi e responsabilità dei soggetti coinvolti nell'operazione, fra cui, in particolare, il gestore (*servicer*).

Sotto questo profilo, ciò che rileva maggiormente è il fatto che sia assicurato che, in caso di difficoltà del gestore (ivi compresa l'ipotesi di insolvenza), non si determini l'interruzione del servizio. Questo risultato deve essere garantito prevedendo meccanismi contrattuali volti a garantire la sostituzione e il subentro di un altro soggetto. La previsione di clausole di subentro va estesa, ove rilevante, anche rispetto ad altri soggetti che svolgono servizi accessori, quali le controparti negli strumenti derivati, la banca presso la quale sono accesi i conti ovvero ancora del *liquidity provider*.

*g) I requisiti richiesti in capo al servicer.*

Oltre che dal par. 7, la figura del *servicer* è presa in considerazione anche dal successivo par. 8. La disposizione, in particolare, impone che l'operatore affidatario della funzione sia selezionato fra quelli dotati di



esperienza<sup>310</sup> nella gestione di esposizioni analoghe<sup>311</sup> e in possesso di politiche, procedure e controlli in materia documentati e adeguati.

Con riguardo a quest'ultimo requisito, gli *Orientamenti* ABE precisano che lo stesso è implicitamente soddisfatto per il caso di operatori «sottoposti a regolamentazione e vigilanza prudenziale e patrimoniale», per gli altri, invece, è richiesto che ne sia data prova anche supportata attraverso un riesame da parte di terzi, quali agenzie di *rating* e revisori esterni.

*h) L'informazione rispetto ad azioni e rimedi rispetto a situazioni di morosità e inadempienza.*

Il par. 9 impone che dalla documentazione dell'operazione risultino in termini chiari e coerenti le azioni e le procedure previste nei confronti dei debitori al verificarsi di eventi che influenzino il corretto adempimento dei pagamenti, anche al fine di permettere all'investitore di modellare il rischio associato all'esposizione sottostante.

Si tratta, anzitutto, di informazioni che concernono i mezzi di ricorso, le azioni relative a situazioni di morosità ed inadempienza, di ristrutturazione o anche remissione del debito ed eventualmente di tolleranza. Inoltre, devono essere indicati i livelli di priorità dei pagamenti, le situazioni da cui dipendono eventuali variazioni e l'obbligo specifico di segnalazione degli stessi.

*i) L'informazione rispetto alle disposizioni funzionali alla risoluzione dei contenziosi fra investitori.*

Da ultimo, il par. 10 richiede che dalla documentazione dell'operazione emergano anche disposizioni chiare idonee a favorire «la pronta soluzione dei contenziosi tra le diverse classi di investitori», con l'obiettivo di garantire ai prenditori di a.b.s. un quadro chiaro dei loro diritti

---

<sup>310</sup> V. *Orientamenti* ABE, par. 5.6, § 68-70.

<sup>311</sup> V. *Orientamenti* ABE, par. 5.6, § 71 e 4.4, § 22.

rispetto alle esposizioni sottostanti, anche per il caso in cui si agisca esecutivamente nei confronti dei debitori ceduti.

Sul punto gli *Orientamenti* ABE precisano che le disposizioni tese a garantire la chiarezza rispetto ai rapporti fra i diversi investitori debbono essere tutte quelle relative a: *i*) modalità di convocazione degli incontri; *ii*) le tempistiche relative a tali incontri; *iii*) i *quorum* richiesti ai fini della decisione (costitutivi e deliberativi), anche prevedendo una gradazione degli stessi in funzione delle diverse decisioni da assumere; *iv*) l'eventuale sede degli incontri (5.8, § 73).

### II.3

#### I REQUISITI DI TRASPARENZA

L'art. 22 individua, infine, i sub-requisiti funzionali a garantire la trasparenza di un'operazione di cartolarizzazione che ambisce all'etichetta s.t.s.<sup>312</sup>. Anche in questo caso l'analisi dei criteri andrà condotta tenendo in considerazione gli *Orientamenti* ABE (cfr. par. 6). Il Legislatore indica, in particolare, il rispetto da parte di cedente e promotore di obblighi di *disclosure* e di verifica da parte di soggetti terzi, distingue fra obblighi che devono essere adempiuti prima della fissazione del prezzo (*pricing*) e quelli che, invece, devono essere adempiuti prima che le a.b.s. siano emesse. In ordine:

*a) Rilascio dei dati storici sulla performance delle esposizioni sottostanti.* Anzitutto, il par. 1 indica quale primo sub-requisito il rispetto dell'obbligo da parte di cedente e promotore di rilascio a favore dei potenziali investitori, e prima che sia fissato il prezzo delle a.b.s., dei «*dati storici sulla performance statica e dinamica in termini di*

---

<sup>312</sup> P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, op. cit., p. 355.

*inadempienza e perdite*» relativi ad esposizioni sostanzialmente analoghe e che coprano, almeno, un quinquennio.

L'obbligo mira a garantire che gli investitori abbiano un elevato grado di informazione per condurre un'adeguata *due diligence* e analisi dei rischi associati alle esposizioni. Questo, però, determina anche il rischio di esclusione di tutti quegli *asset* che non dispongono ancora di un *track record* sufficiente, con conseguente valutazione in termini di non trasparenza e impossibilità del riconoscimento della cartolarizzazione come s.t.s.<sup>313</sup>. Sotto questo profilo, il nodo principale è dunque rappresentato dall'interpretazione del concetto di esposizioni sostanzialmente analoghe. Sul punto, l'ABE è intervenuta indicando due criteri al ricorrere dei quali le esposizioni possono essere considerate tali, ovvero: *a)* che i fattori più rilevanti, da intendersi come quelli che influenzano il rendimento delle esposizioni, siano analoghi; *b)* che, in conseguenza di tale analogia, il rendimento non sarebbe stato significativamente diverso (*Orientamenti ABE*, par. 6.1, § 76).

*b) La campionatura delle esposizioni e la verifica esterna.*

Il par. 2 introduce, invece, un obbligo di campionatura delle esposizioni destinate ad essere cartolarizzate, al fine di effettuare una verifica condotta da un soggetto esterno (adeguato e indipendente), in una fase antecedente l'emissione delle a.b.s., e che garantisca un livello elevato di affidabilità circa i dati e le informazioni relative ai rapporti sottostanti. L'analisi di tale sub-requisito procedimentale va svolta avendo, quindi, riguardo alle modalità attraverso le quali dovrebbe avvenire la campionatura, al tipo di soggetto che è chiamato a svolgere l'attività di

---

<sup>313</sup> Tale rischio è, tuttavia, pienamente riconosciuto e accettato dal Legislatore, al punto da evidenziarlo nelle premesse generali nel seguente modo: «*New asset classes entering the securitisation market, for which a sufficient track record of performance has not yet been built up, may not be considered transparent in that they cannot ensure that investors have the appropriate tools and knowledge to carry out proper risk analysis*» (cfr. *Orientamenti ABE*, pp. 18-19).

verifica e all'oggetto stesso della verifica. In primo luogo, la verifica presuppone che sia estratto un campione «*rappresentativo del portafoglio provvisorio [...] e che è in una forma ragionevolmente definitiva prima dell'emissione*» (*Orientamenti ABE*, 6.2, § 78), mentre il soggetto deputato a svolgere la verifica deve essere individuato fra quelli che possiedono esperienza e capacità necessarie per condurre la verifica, e non siano né un'agenzia di *rating*, né un soggetto affiliato al cedente, né il terzo chiamato a svolgere la verifica di complessiva conformità s.t.s. ai sensi dell'art. 28 (*Orientamenti ABE*, 6.2, § 79). Con riguardo, invece, all'ambito di verifica, la cui conferma in senso positivo dovrà essere comunicata, è precisato, invece, che debba riguardare la conformità delle esposizioni sottostanti ai criteri di ammissibilità e l'esattezza delle informazioni rese agli investitori e rilasciate in qualsiasi documento di offerta (il tutto con un intervallo di confidenza pari al 95%; cfr. *Orientamenti ABE*, 6.2, § 80).

*c) Il rilascio del modello di flusso di cassa delle passività.*

Il par. 3 richiede il rispetto di un altro obbligo di *disclosure* in capo a cedente o promotore, ovvero quello di rilasciare agli investitori un «*modello di flusso di cassa delle passività*» al fine di permettere agli investitori di avere contezza della “cascata” di pagamenti e di poter conoscere in anticipo gli obblighi in capo alla s.s.p.e. a fronte dell'emissione delle a.b.s.

La portata dell'obbligo in parola va anzitutto valutata sotto il profilo temporale. Difatti, il rilascio del modello è imposto *ex ante* (prima della fissazione del prezzo) e, in ogni caso, su base continuativa, anche rispetto a potenziali investitori che ne facciano richiesta. In secondo luogo, il modello deve poter riprodurre «*precisamente*» il rapporto contrattuale sottostante e il flusso di pagamenti. Il rispetto di questo carattere è ulteriormente chiarito dagli *Orientamenti ABE*: la rappresentazione è precisa quando «*è eseguita con esattezza e con una quantità di dettagli*

*sufficiente, tale da consentire agli investitori di modellizzare gli obblighi di pagamento della SSPE e di fissare di conseguenza il prezzo della cartolarizzazione».*

*d) La divulgazione della performance ambientale delle attività sottostanti finanziate.*

Per il solo caso in cui le attività sottostanti siano rappresentate da prestiti su immobili residenziali ovvero su veicoli (anche in *leasing*), il par. 4 obbliga cedente e promotore ad un'integrazione del più generale dovere di *disclosure* previsto all'art. 7, par. 1, ovvero la divulgazione anche delle informazioni (non-finanziarie) relative alla *performance* ambientale degli *asset* finanziari, ove tali informazioni siano disponibili. La condizione essenziale è quindi rappresentata dalla disponibilità di tali dati. Sul punto, gli *Orientamenti* ABE chiariscono che la "disponibilità" si determina in relazione alla possibilità per cedente e promotore, destinatari specifici dell'obbligo, ma anche s.s.p.e., di accedere ai certificati di prestazione energetica rilevabili nelle banche dati o nei sistemi informatici interni (par. 6, § 6.4).

Infine, è opportuno sottolineare come l'obbligo non operi richiedendo una prestazione energetica minima delle attività sottostanti, il che lo avrebbe trasformato in un requisito di qualità degli *asset*, bensì imponendo il mero rilascio di informazioni.

*e) Le disposizioni di raccordo con l'art. 7 Regolamento.*

Il par. 5, infine, riconnette il generale obbligo di trasparenza – fissato in via generale dall'art. 7 – al requisito di trasparenza di cui alla norma in commento (si rinvia al Cap. IV). In questo senso, il raccordo prevede che: *i*) le informazioni da rendersi ai sensi dell'art. 7, par. 1, comma 1, lett. *a*) siano messe a disposizione degli investitori prima della fissazione del prezzo delle a.b.s., allorquando vi sia una richiesta da parte di questi ultimi; *ii*) le informazioni da rendersi ai sensi dell'art. 7, par. 1, comma 1,

lett. da *b)* a *d)* sono messe a disposizione prima della fissazione del prezzo, sotto forma di bozza; *iii)* la documentazione finale deve essere messa a disposizione degli investitori entro i quindici giorni successivi alla conclusione dell'operazione.

### III

#### REQUISITI PER LE CARTOLARIZZAZIONI A.B.C.P.

In ossequio alla *summa divisio* fra cartolarizzazioni a breve termine (a.b.c.p.) e a lungo termine (non a.b.c.p.), la Sezione II delinea le condizioni e i requisiti che devono essere rispettati affinché un'operazione<sup>314</sup> e un programma a.b.c.p. – ovvero quel programma di cartolarizzazioni nelle quali vengono emesse a.b.s. in forma prevalentemente di *commercial paper* garantiti da *asset* a breve scadenza, in ogni caso, pari o inferiore ad un anno<sup>315</sup> – possa ambire alla qualifica s.t.s. e che sono per larga parte gli stessi già visti in materia di cartolarizzazioni non-a.b.c.p.

L'art. 23, in apertura della Sezione, chiarisce a livello sistematico che possono essere considerate s.t.s. le operazioni conformi ai requisiti di cui all'art. 24 (par. 1) e i programmi conformi ai requisiti di cui all'art. 26, a condizione, in quest'ultimo caso, che il promotore del programma rispetti gli ulteriori requisiti previsti all'art. 25 (par. 2). Anche in questo ambito, il quadro normativo primario deve essere coordinato con le indicazioni di ABE «*Orientamenti sui criteri STS per cartolarizzazioni ABCP*» del 12.12.2018<sup>316</sup> (art. 23, par. 3).

L'art. 24 individua, quindi, i requisiti che devono essere rispettati a livello di operazione, richiamando (o meglio, riproducendo) i sub-requisiti, già visti in materia di cartolarizzazioni s.t.s. non a.b.c.p.,

---

<sup>314</sup> Da intendersi come la (singola) cartolarizzazione che confluisce in un programma a.b.c.p. (v. art. 2, n. 8, Regolamento).

<sup>315</sup> V. art. 2, n. 7, Regolamento.

<sup>316</sup> Consultabile in *eba.europa.eu*.

rispetto ai requisiti generali di semplicità (art. 20), standardizzazione (art. 21) e trasparenza (art. 22).

In particolare, nell'ambito delle condizioni funzionali a garantire la semplicità sono riprodotti tutti i sub-requisiti dei paragrafi, rispettando la medesima numerazione, da 1 a 7, 9, e da 11 a 13, art. 20. Anche gli ulteriori sub-requisiti di cui ai paragrafi 8 (omogeneità per tipologia dei sottostanti) e 10 (in merito al fatto che gli *asset* siano "creati" nel corso ordinario dell'attività) sono riprodotti, rispettivamente, al par. 15 e al par. 18.

Rispetto all'omogeneità delle esposizioni, tale carattere deve essere garantito e valutato in relazione alla tipologia (escludendo, in ogni caso, che possono essere ricompresi nel portafoglio prestiti garantiti da ipoteca su immobili, siano essi residenziali che non residenziali) e in relazione alla durata (escludendo che possano essere ricompresi prestiti con una durata media ponderata superiore all'anno e, comunque, prestiti con una durata residua superiore a tre<sup>317</sup>). Anche in questo caso, la conformità al sub-requisito va valutata alla luce del dato normativo primario ma anche degli RTS EBA rilasciati ai sensi dell'art. 24, par. 21, in data 31.7.2018 e non ancora adottati dalla Commissione Europea<sup>318</sup>.

Nell'ambito, invece, dei sub-requisiti funzionali a garantire un elevato grado di standardizzazione, e rispetto a quelli elencati all'art. 21 per cartolarizzazioni non a.b.c.p., sono riprodotti, con alcune precisazioni, i parr. 2 (sulla determinazione dei tassi di interesse e di cambio), 3 (sull'uso dei tassi di riferimento), 4 (sugli eventi inadempienza e messa in mora), 6 (sugli eventi attivatori del periodo rotativo), 7 (sul tipo di

---

<sup>317</sup> Cfr. art. 24, par. 15, commi 2 e 3, Regolamento. In deroga ai limiti di durata il comma 3 ammette che possano essere presenti in portafoglio anche sottanti con durata media ponderata non superiore a tre e, in ogni caso, non superiore a sei, qualora le esposizioni siano relative a prestiti per veicoli, contratti di *leasing* per auto e strumentali.

<sup>318</sup> EBA, *Final draft Regulatory Technical Standards*, 31 Luglio 2018, in [eba.europa.eu](http://eba.europa.eu).

dati da inserire nella documentazione) e 9 (sulla documentazione da rilasciare), rispettivamente ai parr. 12, 16, 17, 19, 20 e 13 dell'art. 24.

In materia di trasparenza, infine, viene richiamato all'art. 24, par. 14, e con alcune differenze, il solo sub-requisito di cui all'art. 22, par. 1 che impone a cedente e promotore di mettere a disposizione i dati storici sulla performance statica e dinamica delle esposizioni (che coprano un arco temporale di almeno cinque anni).

Fin qui si è riferito in merito ai requisiti s.t.s. a livello di operazione. L'art. 26, invece, fissa, invece, le condizioni a livello di programma perché possa essere etichettato come s.t.s.

Tuttavia, l'art. 25, prevede anche dei requisiti soggettivi che devono ricorrere in via preliminare in capo al promotore che, si è visto, è il soggetto, diverso dal cedente, che istituisce e gestisce un programma di emissione di a.b.c.p. (garantiti o meno)<sup>319</sup>.

Anzitutto, il promotore è un ente creditizio (ai sensi dell'art. 25, par. 1) ma anche un'impresa di investimento, se si sta anche alla definizione generale di cui all'art. 2 (il che evidenzia un disallineamento di non poco conto). Nell'ambito del programma di emissione a.b.c.p., inoltre, il promotore deve assumere anche la funzione di *liquidity provider*, sostenendo tutte le posizioni presenti nel portafoglio (par. 2), dimostrando all'Autorità competente (nazionale o europea, a seconda del suo grado di "significatività") di non assumere rischi tali da mettere a rischio la sua solvibilità e liquidità anche di fronte a scenari di mercati di estrema criticità (par. 3). Qualora l'ente creditizio-promotore possa garantire il rispetto di queste condizioni potrà istituire e gestire un programma a.b.c.p. e sarà tenuto: *i*) a rispettare l'obbligo di *due diligence* di cui all'art. 5 Regolamento (e, in particolare, i parr. 1-5); *ii*) a rispettare l'obbligo di mantenimento di cui all'art. 6 a livello di programma; *iii*) a rispettare gli obblighi di *disclosure* di cui all'art. 7 a livello di programma.

---

<sup>319</sup> V. art. 2, n. 5, Regolamento.



Qualora il promotore rispetti i requisiti soggettivi, potrà usufruire del riconoscimento della qualifica di programma s.t.s. laddove il programma stesso rispetti i requisiti oggettivi indicati all'art. 26.

In particolare, la qualifica s.t.s. potrà essere riconosciuta a quei programmi che: *i)* soddisfano i requisiti di cui all'art. 24, parr. da 1 a 8 e da 12 a 20 (par. 1); *ii)* presentano esposizioni con durata media ponderata di non oltre due anni (par. 2); *iii)* sono interamente garantiti dal promotore (par. 3); *iv)* non comprendono esposizioni in cartolarizzazioni (ricartolarizzazioni; par. 4) *v)* non comprendono opzioni call, di proroga o altre opzioni che possono incidere sulla durata, se sono esercitabili a discrezione di uno fra promotore, s.p.v. o venditore (par. 5); *vi)* prevedano l'attenuazione del rischio del tasso di interesse e di cambio (par. 6); *vii)* siano gestiti da un soggetto con esperienza nella gestione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate e che abbia predisposto (e documentato) politiche interne di gestione del rischio associato alle stesse (par. 8).

#### IV

##### **IL SISTEMA DI CERTIFICAZIONE DELLA CONFORMITA' E NOTIFICA ALL'ESMA**

Sebbene possa apparire preordinata a definire aspetti meramente procedurali ed operativi, la Sezione III – rubricata “*Notifica STS*” – indica i meccanismi funzionali a perseguire l'obiettivo generale di favorire la fiducia degli investitori intorno alle cartolarizzazioni s.t.s., e ciò anche attraverso la precisa distribuzione delle responsabilità dei diversi soggetti coinvolti nell'operazione.

In particolare, un primo tema è quello relativo agli adempimenti cui gli operatori sono soggetti affinché una cartolarizzazione possa essere riconosciuta e apprezzata sul mercato come s.t.s., il che significa domandarsi quale tipo di sistema di certificazione (o meglio, di verifica della conformità ai predetti requisiti) sia stato immaginato. Un secondo tema, invece, concerne la natura di tale sistema e, in particolare, se siano

previste o meno procedure autorizzative avanti alle Autorità di vigilanza (o altre Autorità pubbliche) ovvero ancora se sia previsto o meno il ricorso obbligatorio a soggetti privati esterni che certifichino, appunto, il rispetto delle condizioni.

Per quanto concerne il primo profilo, si può osservare che la procedura si fonda su un sistema di auto-certificazione: sono infatti gli stessi operatori, ovvero congiuntamente il cedente e il promotore della cartolarizzazione<sup>320</sup>, a dover assumere l'iniziativa dichiarando che la cartolarizzazione rispetta i requisiti s.t.s. attraverso la notifica all'ESMA (art. 27, par. 1), a cui segue l'informativa dell'intervenuta notifica alle competenti Autorità di vigilanza nazionali e la contestuale designazione del soggetto che, fra tutti i soggetti coinvolti, assume il ruolo di *primo referente* (par. 1, comma 3). Specularmente, agli stessi operatori spetta anche il compito di notificare la perdita di tale qualifica s.t.s. (art. 27, par. 3).

La notifica include, quindi, la dichiarazione di conformità ai requisiti previsti dal Capo 4, Sezioni I e II (par. 1)<sup>321</sup>, la spiegazione delle modalità attraverso le quali si è inteso rispettare i diversi criteri (par. 1, comma 2), l'indicazione dell'eventuale certificazione di conformità rilasciata da un soggetto terzo che svolge tale servizio ai sensi dell'art. 28 e i dati dello

---

<sup>320</sup> Qualora la notifica riguardi un programma di cartolarizzazione il responsabile della stessa viene individuato nel solo promotore (art. 27, par. 1).

<sup>321</sup> In ossequio ai par. 6 e 7, l'ESMA ha elaborato le progetti di norme tecniche di regolamentazione (RTS) in merito alle informazioni che gli operatori devono rilasciare (v. Reg. del. (UE) n. 1226/2020 del 12 novembre 2019 che integra il regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio e che stabilisce norme tecniche di regolamentazione per specificare le informazioni da fornire conformemente ai requisiti di notifica s.t.s.; consultabile qui: [eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1226&from=EN16.7.2018](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1226&from=EN16.7.2018)), nonché i progetti di norme tecniche di attuazione (ITS) per stabilire i moduli attraverso i quali fornire tali informazioni (v. Reg. di esecuzione (UE) n. 1227/2020 del 12 novembre 2019 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda i moduli per fornire le informazioni conformemente ai requisiti di notifica s.t.s.; consultabile qui: [eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1227&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1227&from=EN)).

Per un primo commento in merito alla normativa secondaria, si rinvia a G. GIANNESI, G. CONSOLI, *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, op. cit., pp. 6-8.

stesso (par. 2, comma 2) nonché, infine, per il caso in cui cedente o prestatore originario non siano imprese bancarie o di investimento anche la dichiarazione che l'attività di finanziamento si basa «*su criteri solidi e ben definiti e su precise procedure per approvare, modificare, rinnovare e finanziare i crediti e che dispone di sistemi efficaci per l'applicazione di dette procedure ai sensi dell'articolo 9*» nonché la dichiarazione con la quale si esplicita se l'esercizio di tale attività di finanziamento sia o meno soggetta a vigilanza (par. 3).

A fronte di tale notifica, l'ESMA è tenuta a darne pubblicità sul proprio sito *web* con l'effetto, a sua volta, di darne informazione al mercato. Si tratta, pertanto, di una "dichiarazione" unilaterale che muove dagli operatori e che non prevede alcun controllo pubblico finalizzato alla "certificazione", se non di tipo formale, da parte dell'ESMA.

Il sistema disegnato dalla Sezione III esclude, quindi, qualsiasi provvedimento autorizzativo da parte dell'ESMA ovvero di altra Autorità di vigilanza a livello nazionale; né, tantomeno, la pubblicazione sul sito<sup>322</sup> può implicitamente assumere carattere autorizzativo o certificatorio, come lapidariamente precisato dal *considerando 31*: «*il fatto che un'emissione figuri nell'elenco non implica che ESMA o altra Autorità abbiano certificato che l'operazione soddisfa i requisiti*».

La scelta operata dal Legislatore europeo va letta nell'ottica di una chiara risposta ad una delle *lezioni della crisi*. Difatti, si è osservato che un intervento autorizzativo di natura amministrativa comporterebbe il trasferimento, per l'effetto, in capo alle Autorità di vigilanza della responsabilità in merito alla certificazione della qualità dell'operazione, con conseguente rischio di azzardo morale<sup>323</sup> associato all'implicita garanzia pubblica che verrebbe così offerta dalle stesse Autorità di vigilanza.

---

<sup>322</sup> Consultabile qui: [esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-760\\_securitisations\\_designated\\_as\\_sts\\_as\\_from\\_01\\_01\\_2019\\_regulation\\_2402\\_2017\\_2.pdf](https://esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-760_securitisations_designated_as_sts_as_from_01_01_2019_regulation_2402_2017_2.pdf).

<sup>323</sup> Cfr. Relazione alla Proposta di Regolamento COM(2015) 472 final, p. 9.

Pertanto, ci troviamo di fronte ad un sistema di certificazione interamente privatistico che si fonda sull'iniziativa degli stessi operatori e con un coinvolgimento solo "apparente" delle Autorità pubbliche<sup>324</sup>.

L'impianto normativo è, quindi, teso a distribuire le diverse responsabilità fra gli operatori e gli investitori, in una relazione biunivoca: da una parte, la responsabilità in capo a cedenti e promotori circa le informazioni rilasciate e le valutazioni svolte su di esse nell'ottica dei requisiti s.t.s. e, dall'altra, l'esclusiva responsabilità in capo agli investitori sulle scelte di investimento che dovrebbe essere guidate dalle risultanze della *due diligence*. Quest'ultimo dato è ancora più evidente se, escluso un qualsivoglia procedimento autorizzativo, si osserva il regime di verifica di conformità delineato dagli artt. 27-28.

Difatti, nonostante dalla consultazione pubblica siano emerse da più parti voci favorevoli alla previsione di un sistema obbligatorio di certificazione esterna basata sul coinvolgimento di organismi privati, il Regolamento si limita a riconoscere la mera facoltà dell'intervento del terzo certificatore. In questo senso, il presupposto di *policy* assunto dal Legislatore è ben evidenziato dalla Relazione alla Proposta di Regolamento, nella quale veniva osservato come uno degli elementi distorsivi più ricorrenti negli anni pre-crisi nei mercati finanziari e nel segmento cartolarizzazioni, risiedeva proprio nell'eccessivo affidamento da parte degli investitori sulle valutazioni svolte da soggetti terzi, quali le agenzie di *rating*, disincentivando, per l'effetto, robuste ed indipendenti attività di *due diligence*<sup>325</sup>.

In questo senso, allora, il Regolamento riconosce e regola la figura del soggetto terzo certificatore nonché il ruolo che questo può svolgere

---

<sup>324</sup> Cfr. V. BAVOSO, *High quality securitisation and EU capital markets union – is it possible?*, in *Accounting, Economics and Law*, 2017, p. 12.

<sup>325</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Relazione alla Proposta di Regolamento COM(2015) 472 final, pp. 10-11, ma anche il *considerando* 34, per cui diventa fondamentale che gli investitori «*valutino in prima persona e si assumano la responsabilità delle loro decisioni di investimento, senza fare meccanicamente affidamento su detti terzi*».

nell'incrementare il grado di fiducia intorno ad un'operazione di cartolarizzazione, ma solo in via facoltativa<sup>326</sup>, e con la ricorrente precisazione che, in nessun caso, la dichiarazione di conformità può escludere la responsabilità di cedenti, promotori e s.s.p.e. (art. 27, par. 2) né può limitare la portata degli obblighi di *due diligence* imposti in via generale dall'art. 5 agli investitori istituzionali.

Sebbene dal Regolamento emerga il ruolo "secondario" del terzo certificatore, il grado di dettaglio della regolamentazione cui è destinatario è molto elevato, come si può osservare sia con riferimento al servizio di certificazione sia con riguardo alle condizioni soggettive previste in capo al certificatore – il quale potrà svolgere tale servizio solo se abbia ottenuto dall'Autorità competente (sul livello nazionale) l'autorizzazione a valutare la conformità (art. 28, par. 1) – ed elencante all'art. 28, par. 1, e così come dettagliate ulteriormente dagli RTS rilasciati a norma dell'art. 28, par. 4, dall'ESMA<sup>327</sup>.

---

<sup>326</sup> Si tratta di una scelta di compromesso, la figura del terzo certificatore non era, infatti, prevista nell'originaria formulazione della Proposta di Regolamento.

<sup>327</sup> Regolamento Commissione UE delegato (UE) n. 885/2019 del 5 febbraio 2019 *che integra il regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le informazioni da fornire all'autorità competente nella domanda di autorizzazione di un terzo che valuta la conformità STS* (consultabile in [eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R0885](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R0885)).

## CAPITOLO VI

### CONCLUSIONI

Con il presente contributo si è tentato e inteso ripercorrere lo sviluppo del nuovo quadro regolamentare europeo in materia di cartolarizzazioni, oggi in larga parte racchiuso nel Reg. (UE) n. 2402/2017 (oltre che nel Reg. (UE) n. 2401/2017), al fine di restituire un primo e parziale bilancio ad ormai due anni dall'entrata in vigore nel Gennaio 2019.

Si è visto che il processo di riforma in questo segmento del mercato dei capitali ha scontato una preliminare scelta di politica legislativa di fondo, “imposta”, per così dire, da un dibattito economico *mainstream* nel quale le dinamiche degenerative del mercato delle cartolarizzazioni finivano per rappresentare, al contempo, la causa prima e ultima della crisi finanziaria di inizio secolo. Difatti, sulla base di una lettura parziale e semplificatoria delle determinanti della crisi, quelle fra le voci più critiche e radicali che si sono levate nel tempo circa gli assetti e la conformazione dei mercati finanziari globali richiedevano la *messa al bando* delle cartolarizzazioni, soprattutto nella sua variante sintetica. Si è però avuto modo di sottolineare come, al contrario, le scelte e gli sforzi dei *regulators* a livello internazionale siano stati indirizzati e concentrati in un lungo ed articolato processo di riforma, al fine di offrire al mercato un contesto di sviluppo risanato e potenzialmente efficiente.

In questa indagine, il primo interrogativo che ci si è posti – e dal quale ha preso le mosse la trattazione dell'intero Capitolo II – rifletteva una domanda di ricerca di ordine generale e nei termini propri di politica legislativa: in particolare, ci si è chiesti se l'area di intervento regolamentare sia stata individuata correttamente e in funzione dei

fallimenti di mercato e degli elementi di criticità evidenziati dalla dottrina economica nel corso del dibattito post crisi.

Le conclusioni alle quali si è giunti consentono di poter affermare – e con un certo margine di convinzione – che il Legislatore continentale abbia ben individuato l’area di intervento regolamentare. Difatti, gli studi economici di settore hanno evidenziato nel tempo e con un elevato grado di condivisione che le principali criticità del comparto risiedevano: *i)* nel progressivo deterioramento della qualità degli attivi cartolarizzati a causa degli incentivi distorti del modello o.t.d.; *ii)* nella scarsa trasparenza e qualità delle informazioni strutturali delle operazioni e conseguentemente delle a.b.s. (trasparenza sui prodotti); *iii)* nella valutazione dei prodotti cartolarizzati attraverso soggetti terzi e deresponsabilizzazione degli investitori (trasparenza nella valutazione); *iv)* nella mancanza di trasparenza sui mercati di riferimento delle a.b.s. (trasparenza dei mercati).

Ebbene, senza qui richiamare puntualmente le diverse regole di nuovo conio introdotte via via nell’ordinamento europeo, prima di confluire nel Regolamento, la corrispondenza fra fallimenti di mercato e interventi regolamentari può essere così sintetizzata:

---

<b>FALLIMENTI DI MERCATO</b>	<b>REGOLE</b>
DETERIORAMENTO DEGLI ATTIVI, INCENTIVI DISTORTI DEL MODELLO OTD	- MANTENIMENTO DEL RISCHIO (ART. 6) - CRITERI DI CONCESSIONE DEL CREDITO (ART. 9) - DIVIETO DI TRASFERIMENTO DEGLI ATTIVI CON PROFILO DI RISCHIO COMPARABILMENTE SUPERIORE (ART. 6, PAR. 2)
SCARSA TRASPARENZA SULLE OPERAZIONI E SUI MERCATI SECONDARI	- OBBLIGHI DI DISCLOSURE (ART. 7) - OBBLIGHI DI SEGNALAZIONE E REPORTING (ART. 7, PAR. 2; ARTT. 10-17)

SCARSA TRASPARENZA NELLA VALUTAZIONE  
DEI PRODOTTI ED ECCESSIVO AFFIDAMENTO SUI  
RATING ESTERNI

- OBBLIGHI DI PREVENTIVA VERIFICA (ART. 5,  
PAR. 1)  
- OBBLIGHI DI DUE DILIGENCE PREVENTIVA E  
SU BASE CONTINUATIVA (ART. 5, PAR. 2 E  
PAR. 4)

Così, l'analisi condotta ci permette di sostenere che le aree di criticità rilevate risultano essere state tutte "coperte" sia attraverso il nuovo impianto normativo intessuto nel Reg. (UE) n. 2402/2017 sia attraverso la regolamentazione *ad hoc* in materia di agenzie di *rating* che verte sulla tematica della "trasparenza nella valutazione", e che rappresenta l'unico intervento non confluito nel *Securitisations framework*.

La seconda domanda di ricerca riflette, invece, l'obiettivo di valutare se, e in che misura, il nuovo Regolamento sia rispondente alle linee di *policy* che, soprattutto in ambito internazionale, e ad opera degli *standard setters* sono state immaginate e dibattute per essere, infine, offerte ai Legislatori di ogni latitudine e all'industria finanziaria.

Tale ricerca rappresenta, in particolare, il necessario presupposto per poter effettuare almeno tre ordini di valutazioni specifiche sul rapporto fra il nuovo Reg. (UE) n. 2402/2017 e gli indirizzi internazionali di settore, ovvero: *i*) se il Legislatore europeo nella scelta del (nuovo) *set* regolatorio si sia allineato agli *standard* internazionali di regolamentazione ovvero abbia assunto una prospettiva diversa e autonoma; *ii*) se, in caso allineamento, gli strumenti regolamentari adottati siano stati tradotti in atti di *hard law* o *soft law*, con ciò manifestando anche il reale grado di adesione alle linee di *policy* internazionali; *iii*) se eventualmente nell'implementazione degli *standard* di regolamentazione internazionale, il Legislatore europeo abbia assunto anche iniziative ulteriori che, quindi, possano rappresentare nuovi stimoli per il dibattito internazionale ovvero si sia limitato a recepire quanto proposto dagli *standard setters*.

Anzitutto, con riguardo al quesito sub *i*), si può affermare che il Legislatore europeo si è allineato agli indirizzi regolamentari di settore.



In particolare, l'implementazione rapida (sin dal 2009) di regole di *retention* e di *disclosure* nel settore dei prodotti cartolarizzati rappresentano l'esempio più evidente di tale affermazione, in linea, peraltro, con le scelte regolamentari dell'ordinamento statunitense. Inoltre, sebbene con tempi più lunghi, le nuove regole europee sono alla fine confluite in un quadro normativo assolutamente armonizzato a livello continentale, attraverso l'adozione di atti regolamentari direttamente e immediatamente applicabili nei diversi Stati membri. E ciò sia con riguardo alle previsioni in materia di trasparenza e mantenimento del rischio, sia rispetto a quelle relative alle agenzie di *rating*. Anche la scelta di introdurre obblighi normativi di *due diligence*, in alternativa all'approccio *light* delle linee guida di settore – che pure avrebbe rappresentato un salto di qualità nell'industria finanziaria – va letto come prova tangibile del reale grado di adesione da parte dell'ordinamento europeo alle proposte di *policy* avanzate a livello internazionale. Le scelte sul piano della tecnica regolamentare, quindi, e per diversi motivi, non possono che essere salutate con favore, soprattutto perché più idonee a raggiungere gli stessi obiettivi che i decisori europei hanno ambiziosamente fissato con l'Unione dei mercati di capitali (cosa che, invece, e in maniera del tutto distonica, non è avvenuta nel settore delle obbligazioni bancarie – l'altra faccia della medaglia del mercato dei prodotti cartolarizzati – ove si è optato per l'armonizzazione minima).

Infine, con riferimento al quesito *sub iii)*, non si può non evidenziare come il Legislatore europeo abbia spinto le frontiere della nuova regolamentazione di settore ben oltre i confini immaginati a livello internazionale. In questo senso, infatti, l'introduzione delle regole di equivalenza fra rapporti destinati ad essere cartolarizzati e non (art. 9 Regolamento), il divieto di ri-cartolarizzazione (art. 8 Regolamento) e il sistema dei repertori di dati (artt. 10 e ss. Regolamento) rappresentano un *quid pluris* e delle novità che, se combinate correttamente con le tre

regole base di *due diligence*-trasparenza-mantenimento del rischio, finiscono per meglio rispondere ai fallimenti di mercato e di regolazione evidenziati.

Queste prime tre “risposte” consentono, inoltre, di poter condividere la tesi secondo la quale, almeno a livello continentale europeo, la nuova regolamentazione fa sì che il settore delle cartolarizzazioni (e delle attività che in esso vengono svolte) fuoriesca da quell’area dei mercati finanziari in cui, per lungo tempo, è stato rilegato, ovvero lo *shadow banking system*, inteso come l’insieme dei servizi e attività finanziarie che gli intermediari finanziari svolgono al di fuori di una cornice normativa chiara ed esaustiva<sup>328</sup>.

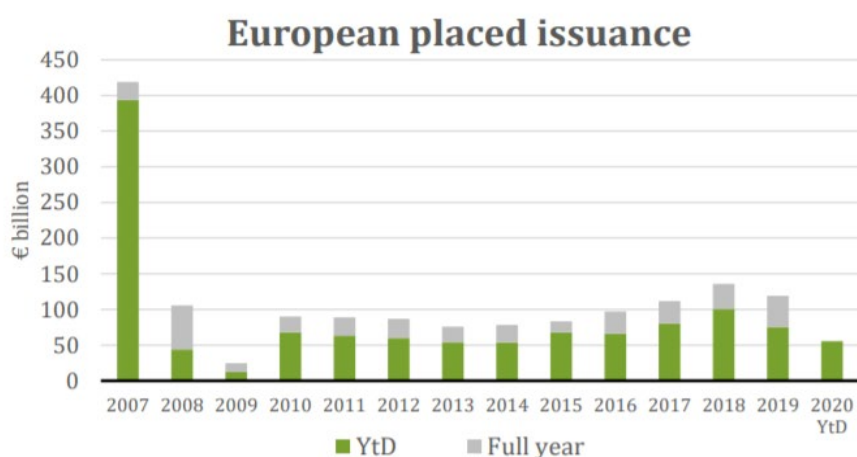
Queste prime considerazioni conducono, dunque, a risposte piuttosto nette ed una valutazione positiva circa i risultati raggiunti dalla *reform agenda* di settore: sulla carta, infatti, tutte le aree di fallimento del mercato sembrano essere state “coperte” attraverso una regolamentazione puntuale, con un alto grado di dettaglio ed ispirata alle migliori prassi internazionali che nel tempo sono state promosse e sponsorizzate da IOSCO.

Una regolamentazione che, secondo le intenzioni, avrebbe però dovuto generare una rinnovata fiducia degli investitori e degli operatori in un comparto finanziario segnato dallo stigma della crisi. Ci si deve domandare, allora, per quale motivo, dopo oltre un decennio dalla crisi dei mutui *subprime*, il mercato dei prodotti cartolarizzati europeo – che

---

<sup>328</sup> V. P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, in «Studi sull’integrazione europea», 2019, pp. 339-364, il quale concludeva le proprie riflessioni sostenendo che «è da ritenersi che tali transazioni possono ora difficilmente essere categorizzate quali operazioni appartenenti a tale categoria concettuale (appunto l’attività bancaria opaca). In un contesto pienamente armonizzato, ove le entità vigilate hanno così forti limiti ed oneri al fine di acquistare prodotti strutturati e dove i veicoli sono per certi versi supervisionati, il termine di attività bancaria opaca può essere un abito che risulta troppo stretto per un corpo che nel frattempo ha raggiunto la piena maturità».

negli anni pieni di crisi aveva performato meglio rispetto a quello statunitense<sup>329</sup> – si mantenga in uno stato prolungato di coma.



AFME, Data snapshot – AFME Securitisation: Q3 2020

La domanda è oggi più urgente e rilevante se si ricordano gli obiettivi che, nella più complessiva strategia della *Capital Markets Union*, le istituzioni europee avevano inteso perseguire attraverso la rivitalizzazione del mercato delle cartolarizzazioni, anche come canale alternativo di finanziamento delle PMI europee. Obiettivi lontani dal potersi dire raggiunti.

In assenza di studi empirici recenti sul punto, pare piuttosto difficile indicare con un certo grado di certezza quali siano, fra le diverse possibili, le cause di questo prolungato stato di depressione del mercato delle a.b.s. E, soprattutto, risulta difficile – questione che qui maggiormente rileva – soppesare, fra i vari fattori, l'eventuale effetto negativo che potrebbe aver avuto proprio il nuovo quadro

---

<sup>329</sup> V. G. KASTELEIN, *Securitization in the capital markets union*, in *Capital Markets Union in Europe*, (a cura di) D. Busch, G. Ferrarini, E. Avgouleas, Oxford University Press, Oxford, 2018, p. 468; il quale sottolinea che «*significant differences can be identified between the performance of the US securitization market and that of the EU. Whilst default rates of AAA-rated US residential mortgage-backed security (RMBS) notes rose to 16 per cent (subprime) and 3 per cent (prime), those of EU RMBS never exceeded 0.1 per cent (ie thirty times lower)*». Divergenza ancora più evidente «*for BBB-rated products where US RMBS' default rates peaked at 62 per cent (subprime) and 46 per cent (prime) while EU products' default rates peaked at 0.2 per cent*».

regolamentare europeo, nei diversi stadi di implementazione (a partire dall'introduzione della *risk retention rule* nella CRD I).

Nel recente contributo, già richiamato, G. Kastelein assumeva apoditticamente che «*The contraction of the European securitization market in the aftermath of the crisis has partly been caused by the introduction of regulatory measures in Europe which gave rise to certain disincentive to issue and/or invest in asset-backed securities (ABS), particularly as compared to other products*» (p. 467), precisando, nelle conclusioni che «*The introduction of these elaborate rules may well contribute to further contraction of the market*» (p. 483).

Invero, il tentativo di offrire qualche spunto conclusivo e critico rispetto al nuovo *framework* non può che essere parziale e provvisorio. Parziale, in quanto i fattori che possono incidere sullo stato del mercato delle a.b.s. sono innumerevoli e non riconducibili esclusivamente ai profili regolamentari. Provvisorio, in quanto un intervento riformatore come quello europeo necessita di tempi più lunghi per essere valutato e implementato dal mercato e dagli operatori.

Dati questi *caveat*, si può astrattamente ipotizzare un problema dal lato della domanda – evidentemente asfittica – da parte degli investitori europei, i quali si pongono ancora in modo diffidente rispetto a prodotti ormai segnati irreversibilmente dalla crisi di inizio Secolo. E ciò nonostante l'opportunità offerta dai prodotti cartolarizzati di intercettare rendimenti superiori rispetto a prodotti finanziari tradizionali, in uno scenario di prolungata fase di tassi bassi e bassi rendimenti. In questo senso, si potrebbe affermare il persistere di un dato psicologico avverso all'investimento nel settore, che non è ancora stato "vinto" dalla nuova regolamentazione.

Ancora, si può ipotizzare un problema dal lato offerta, ovvero nel campo degli operatori che, anche a causa del nuovo quadro regolamentare, non riescono a realizzare profittevolmente emissioni di a.b.s.

Sul piano regolamentare, si possono, invece, intravedere diversi aspetti potenzialmente critici.

In primo luogo, non v'è dubbio che la nuova regolamentazione europea abbia comportato un profondo cambio di paradigma dell'industria finanziaria di settore, con evidenti costi di *compliance* che vanno ad incidere notevolmente sia sul costo delle operazioni in sé sia, e più ampiamente, nell'organizzazione corrente del modello di *business* degli intermediari finanziari (ma anche degli investitori istituzionali).

Sul punto, si pensi alle regole di equivalenza fra attivi cartolarizzati e non e alle procedure che, già nella fase di avvio del rapporto di finanziamento, devono essere rispettate (artt. 6 e 9 Regolamento). Ancora, si ricorda anche il fatto che gli investitori istituzionali erano adusi esternalizzare le valutazioni sui prodotti alle agenzie di *rating*, mentre oggi gli obblighi di *due diligence* impongono di internalizzare procedure di valutazione impegnative e su base continuativa (art. 5 Regolamento).

Inoltre, l'introduzione di nuove (e costose) regole non è avvenuta offrendo all'industria finanziaria un quadro di riferimento stabile e lineare: nonostante i fondamentali della nuova disciplina (*disclosure, due diligence, risk retention*) siano stati implementati piuttosto rapidamente – al punto che l'industria finanziaria può oggi vantare una confidenza decennale rispetto all'applicazione delle stesse – un assetto regolamentare definitivo sembra essere stato raggiunto solo a partire dal 2019 con l'entrata in vigore del Regolamento. A questo approdo però si è giunti lentamente, e con alcuni ripensamenti di non poco conto. Si pensi, in generale, al mutamento dell'approccio regolamentare (prima settoriale e poi globale) o a cambi di prospettiva nella meccanica applicativa delle singole regole, come avvenuto nel caso della *retention rule* (applicazione indiretta prima e, poi, mista).

Un altro fattore destabilizzante e di possibile freno allo sviluppo del (nuovo) mercato dei prodotti cartolarizzati può essere individuato nel

ritardo nell'implementazione della normativa europea di secondo livello: su tutti, si pensi ai Regolamenti delegati in materia di trasparenza, rilasciati solo nel corso del 2020 (fra i quali gli RTS sui formati standard per il rilascio dei dati e sull'opzione *no data*). Infine, si deve richiamare anche il ritardo nell'avvio delle emissioni s.t.s. in relazione alle quali il mercato ha scontato l'attesa di quadro regolamentare definitivo, rinunciando alla possibilità di emissioni ordinarie.

L'occasione per un'ampia riflessione si pone in un orizzonte temporale piuttosto ristretto, il 2022 (come indicato già dall'art. 46 Regolamento). Tuttavia, la crisi economica legata all'evento pandemico COVID-19 ha costretto il Legislatore ad anticipare alcune valutazioni e ad accelerare alcuni interventi di integrazione del quadro regolamentare presentato nel presente lavoro<sup>330</sup>.

Difatti, già nel Luglio 2020, la Commissione Europea aveva rilasciato una Proposta di Regolamento<sup>331</sup> destinata a modificare in più punti il Regolamento (UE) n. 2402/2017. L'obiettivo della Proposta, invero, non è quello di anticipare totalmente la già programmata fase di revisione, bensì di intervenire su due aspetti che si impongono in modo stringente. Il primo, in particolare, è quello relativo alle esposizioni deteriorate che attraverso lo strumento della cartolarizzazione potrebbero essere meglio gestite dal comparto bancario che, da una parte, deve ancora "smaltire" i crediti problematici sorti nella fase più acuta della crisi finanziaria e, dall'altra, dovrà fare i conti con quelli che si verranno ad

---

<sup>330</sup> E, a ben vedere, con un impegno che va oltre il mercato delle cartolarizzazioni, come peraltro dimostra l'aggiornamento del programma d'azione sull'Unione dei mercati di capitali, cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, Bruxelles, 24.9.2020 (consultabile in: [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)).

<sup>331</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2017/2402 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate per sostenere la ripresa dalla pandemia di COVID-19, Bruxelles, 24.7.2020 (consultabile in: [op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/9c72ffa8-cff9-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-it](http://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/9c72ffa8-cff9-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-it)).

accumulare durante la crisi economica indotta dall'evento pandemico. La Commissione Europea, difatti, riconosce che l'attuale quadro regolamentare non agevola la realizzazione di operazioni aventi ad oggetto crediti deteriorati, i quali, a differenza dei sottostanti rappresentati da attività *in bonis*, subiscono un forte deprezzamento rispetto al loro valore nominale e una valutazione che poggia sulla possibilità che attraverso le procedure di riscossione ovvero di rinegoziazione si realizzino parziali recuperi<sup>332</sup>.

La scelta, dunque, di intervenire sul Regolamento per renderlo maggiormente rispondente alle esigenze connesse all'emissione di a.b.s. garantite da esposizioni deteriorate appare immediatamente riconducibile alle nuove priorità strettamente connesse con la pandemia in corso, sebbene fossero già ampiamente avvertite prima<sup>333</sup>.

Diverso è, invece, il caso del secondo intervento che era ampiamente annunciato e, si può affermare, prescinde in senso stretto dall'evento pandemico, sebbene si inserisca perfettamente entro la più complessiva necessità di aumentare gli strumenti in dotazione alle banche per meglio finanziare la ripresa economica.

Si tratta, in particolare, del nuovo quadro regolamentare dedicato alle cartolarizzazioni sintetiche s.t.s., a cui la Proposta di Regolamento dedica l'intera (nuova) Sezione 2 *bis*, a completamento di un impegno programmatico già assunto in sede di rilascio ed approvazione del Regolamento (UE) n. 2402/2017 (cfr. art. 45 che prevedeva che la Commissione Europea entro i primi giorni di Gennaio 2020 dovesse

---

<sup>332</sup> La riflessione è stata stimolata dall'ABE con l'*Opinion on the Regulatory Treatment of Non-Performing Exposure Securitizations*, 23 Ottobre 2019 (consultabile in: [eba.europa.eu](http://eba.europa.eu)), sulla quale v. anche G. CONSOLI, S. SARDO, *Opinion EBA sulle cartolarizzazioni di NPE: proposte di modifica a CRR e Securitisation Regulation*, in *dirittobancario.it*, 8.11.2019.

<sup>333</sup> In estrema sintesi, gli interventi di maggior impatto possono essere individuati nella definizione di cartolarizzazione NPE, dell'indicazione di una nuova base di calcolo per l'applicazione della regola del mantenimento, nella possibilità che anche il *servicer* possa assolvere agli obblighi di mantenimento del rischio e, infine, una diversa configurazione dell'obbligo di applicazione degli "stessi criteri" fra attivi non cartolarizzati e cartolarizzati.

relazionare in merito alla possibilità di istituire un quadro specifico in materia).

Come dimostra anche quest'ultima Proposta di Regolamento, il percorso per addivenire ad un assetto definitivo e stabile della nuova regolamentazione in materia di cartolarizzazioni sembra ancora lontano da potersi dire compiuto. Resta, in ogni caso, un punto nodale: il settore è ancora poco performante e pertanto l'esigenza di realizzare un mercato delle a.b.s. più ampio, più profondo e sostenibile deve essere ancora avvertita dai regolatori come un'urgenza.



## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

AA. VV., *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione di crediti. Commentario*, (a cura di) A. Maffei Alberti, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000, p. 997 ss.;

AA. VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, (a cura di) R. Pardolesi, Milano, Giuffrè, 1999

AGARWAL S., CHANG Y., YAVAS A., *Adverse selection in mortgage securitization*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 105, 2012

A. AGNETO, M. MATULLO, *Cartolarizzazioni: lo stato dell'arte nel framework europeo alla luce dei nuovi standard tecnici*, 2020, in *dirittobancario.it*

AINUN NA'IM, *Special purpose vehicle institutions: their business natures and accounting implications*, in *Gadjah Mada Intenational Journal of Business*, 2006, vol. 8

AKERLOF G.A., *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1970

AKSELI O., *Securitisaton, the financial crisis and the need for effective risk retention*, in *European business organization law review*, 2013, vol. 14

AN X., DENG Y., GABRIEL S.A., *Asymmetric information, adverse selection, and the pricing of CMBS*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 100, 2011

ARMOUR J., AWREY D., DAVIES P., ENRIQUES L., GORDON J. N., MAYER C., PAYNE J., *Principles of financial regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2016

BATTAGLIA F., *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?*, Milano, Franco Angeli, 2013

BAVOSO V., *High quality securitisation and EU capital markets union – is it possible?*, in *Accounting, Economics and Law*, 2017

BEI G., *Cartolarizzazione dei crediti: brevi note sulla figura dell'originator e sui crediti ceduti*, in *Impresa Commerciale Industriale*, 2003

BERNANKE B. S., *The Great Moderation*, discorso pronunciato al convegno della *Eastern Economic Association*, Washington, D.C.; 20.2.2004 (in *federalreserve.gov*)

BERNAKE B. S., *The courage to act: a memoir of a crisis and its aftermath*, New York-Londra, W.W. Norton & Company, 2015

BERNANKE B.S., OLIVIERI A., *La Federal Reserve e la crisi finanziaria. Quattro lezioni*, Bari, Il Saggiatore, 2014

BERNANKE B. S., GEITHNER T. F., PAULSON H. M., *Firefighting. The financial crisis and its lessons*, Londra, Profile Books, 2019

BOGDAN M., *Speaking of Securitization of financial assets*, in *Ovidius University Annals – Economic Sciences Series*, 2017, vol. 17

BONSALL D.C., *Securitization*, London, Butterworths, 1990

BONTEMPI P., *Diritto bancario e finanziario*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020

BRUMMER C., *Soft law and the global financial system: rule making in the 21st century*, New York, Cambridge University Press, 2012

BUCHANAN B. G., *Back to the future: 900 years of securitization*, in *Journal of the risk finance*, 2014, vol. 15

BUCHANAN B. G., *Securitization: a financing vehicle for all seasons?*, in *Journal of Business Ethics*, 2016, vol. 138

BUCHANAN B. G., *The way we live now: financialization and securitization*, in *Research in International Business and Finance*, 2017, vol. 39

CAPRIGLIONE F., *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*; in *Concorrenza e Mercato*, 2012

CAPRIGLIONE F., *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2016

CAROTA L., *La cartolarizzazione dei crediti*, in *I contratti del mercato finanziario* (a cura di) E. Gabrielli, R. Lener, Torino, Utet, 2010

CAROTA L., *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, CEDAM, 2002

CASU B., SARKISYAN A., *Securitization*, in *The Oxford Handbook of banking*, (a cura di) A. Berger, P. Molineux, J. Wilson, 2014

COMUZZI P., TASCA R., ZAMBELLI S., *The alchemy of securitization. Evolution and perspectives*, in *Structured finance*, (a cura di) S. Caselli-S. Gatti, Springer, 2017

CONSOLI G., SARDO S., *Opinion EBA sulle cartolarizzazioni di NPE: proposte di modifica a CRR e Securitisation Regulation*, in *dirittobancario.it*, 8.11.2019

COSTI R., *Diritto commerciale. Una conversazione*, (con) F. Vella, L. Enriques, Bologna, Il Mulino, 2019

D'AMBROSIO R., *La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'unione sui mercati finanziari, SEVIF e Unione Bancaria*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2017

DE GIOIA CARABELLESE P., *Securitization and structured finance: from shadow banking to legal harmonization?*, in *Research handbooks in financial law. Legal and regulatory aspects*, (a cura di) I. H.-Y. Chiu, I. G. MacNeil, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2018

DE GIOIA CARABELLESE P., *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2019

DE GIOIA CARABELLESE P., *Cartolarizzazione semplici e standardizzate. Dallo shadow banking al techno banking*, Bari, Cacucci, 2020

DE NOVA G., LEO C., *La "securitization" in Italia*, in *I Contratti*, 1999, n. 7

DELIVORIAS A., *Understanding securitisation. Background, benefits, risks*, Bruxelles, 2015

DONATO G.B., *Cartolarizzazioni omogenee, semplici e trasparenti. Comitato di Basilea e IOSCO indicano i criteri*, 2015

DOWNING C., JAFEE D.M., WALLACE N., *Is the market for mortgage-backed securities a market for lemons?* in *Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22

EGGERT K., *The great collapse: how the securitization caused the subprime meltdown?*; in *Connecticut Law Review*, 2009, vol. 41

ELUL R., *The economics of asset securitization*, in *Business Review – Federal Reserve Bank of Philadelphia*, 2005

ENGEL K., MCCOY P., *The subprime virus*, Oxford, Oxford University Press, 2010

EPSTEIN G., *Financialization, rentier interests, and Central Bank Policy*, Convegno “*Financialization of the world economy*”, Dicembre 2001, Università del Massachusetts, Amherst (reperibile in: [www.peri.umass.edu](http://www.peri.umass.edu))

FABOZZI F. J., KOTHARI V., *Securitization: the tool of financial transformation*, Yale ICF Working Paper 7, 2007

FERRARESE M.R., *Il capitale e il tocco magico del diritto. Storie e attuali protagonisti secondo Katharina Pistor*, in *Politica del diritto*, 2019

FRIGNANI A., *La “securitization” come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro It.*, 1995, vol. 118

FERRO-LUZZI P., *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, (a cura di) P. Ferro-Luzzi, C. Pisanti, Milano, Giuffrè, 2005

GALGANO F., *Trattato di diritto civile, II*, Padova, Cedam-Wolters Kluwer, 2009

GALLETTI D., *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Enciclopedia del diritto*, 2008

D. GALLETTI, G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, Il Mulino, 2002

GEITHNER T., *Stress test: reflections on financial crises*, New York, Business Books, 2014

GENTILE G., *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito, Banca Borsa e Titoli di credito*, 2000

GIANNESI G., CONSOLI G., *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, 2020, in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it)

GIRÒN A., CHAPOY A., *Securitization and financialization*, in *Journal of post keynesian economics*, 2013, vol. 35

GORTON G. B., *The panic of 2007*, in *National Bureau of Economic Research (NBER) working paper series*, n. 14358, 2008

GREENSPAN A., *The age of turbulence*, Londra, Penguin Books, 2007

GUERRIERI G., *Investimenti in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2017

GULLIFER L., PAYNE J., *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford, Hart Publishing, 2015

HUDSON A., *The Law of Finance*, London, Sweet&Maxwell, 2013

KASTELEIN G., *Securitization in the capital markets union*, in *Capital markets union in Europe*, (a cura di) D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Oxford, Oxford University Press, 2018

KEYS B., MUKHERJEE T., SERU A., VIG V., *Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime laon*, in *Lessons from the financial crisis: causes, consequences and our economic future* (a cura di R. Kolb), 2010

KING M., *The end of alchemy: money, banking and the future of the global economy*, Londra, Little Brown, 2016

KRIPPNER G., *Capitalizing on crisis: the political origins of the rise of finance*, Cambridge, Harvard University Press, 2012

LAMANDINI M., *Dalla crisi del credito alla Capital Markets Union. Una breve nota introduttiva*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, (a cura di) E. Ginevra, Torino, Giappichelli, 2019

LEMMA V., *The shadow banking system*, Milano, Hoelpli, 2016

LINCIANO N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di Vigilanza*, in *Consob - Quaderni di finanza*, n. 62, 2008.

MAGATTI M., *La grande contrazione. I fallimenti della libertà e le vie del suo riscatto*, Milano, Feltrinelli, 2012

MAIMERI F., *Prime riflessioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazioni dei crediti (AC5058)*, in *BBTC*, 1999

MANTA C., *Cartolarizzazione: analisi e ruolo di uno strumento di finanziamento alternativo*, in *Amministrazione e Finanza*, 2003

MARTIN J. D., *A primer on the role of securitization in the credit market crisis of 2007*, 2009

MAZZUCA M., *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Milano, Egea, 2015

MCCONNEL J. J., BUSER S. A., *The origins and evolution of the market for mortgage-backed securities*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2011, vol. 3.

MEGLIANI M., *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, in *Diritto Commerciale Internazionale*, 2000

MESSORI M., *Perché è necessaria una nuova regolamentazione*, in *Banca Impresa e Società*, 2009

MIAN A., SUFI A., *La casa di debito: alle origini della grande recessione*, Bari, Il Saggiatore, 2015

MILNE A., *The fall of the house of credit: what went wrong in banking and what can be done to repair the damage?*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009

MIOLA M., *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari*, *Orizzonti del diritto commerciale*, 2009

MISHKIN F.S., *The economics of money, banking and financial markets*, Boston, Pearson, 2007

MISHKIN F.S., *Over the cliff: from the subprime to the global financial*, in *Journal of economic perspectives*, n. 25, 2011

MISHKIN F.S., *On leveraged losses: lessons from the mortgage meltdown*, New York, 2009, intervento U.S. Policy Forum, Febbraio 2009

MODULO F., ZACCAGNINI C., *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000

MONTI E., MESSINA C., *La tecnica della securitisation*, in *Bancaria*, 1991

MONTI E., MESSINA C., *La finanza per l'impresa*, Torino, Utet, 1992

MORELLO L., TRIONTE R., BRUGNOLI E., *Le nuove disposizioni in materia di CDO*, in *dirittobancario.it*.

NATALE A., *Profili civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Le vicende traslative del credito*, (a cura di) A. Natale, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020

ONADO M., *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, Laterza, 2009

ONADO M., *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca Impresa e Società*, 2009

ONADO M., *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, Il Mulino, 2016

PADOA-SCHIOPPA T., *La veduta corta*, Bologna, Il Mulino, 2008

PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impresa e Società*, 2010

PAULSON H. M., *On the brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*, New York, Hachette Books, 2010

PISTOR K., *The code of capital. How the law creates wealth and inequality*, Princeton-Oxford, Princeton University Press, 2019

PLAIA A., *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*; *Giurisprudenza di Merito*, 2000

PRESTI G., *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2010

PROTO C., *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il Fallimento*, 1999

RANIERI L. S., *The origins of securitization, source of its growth, and its future potential*, in *A primer on securitization*, (a cura di) T. Kendall, M. J. Fishman, Cambridge, The Mit Press, 1996

REINHART C. M., ROGOFF K. S., *This time is different*, Princeton e Oxford, 2009, Princeton University Press (ed. italiana: *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Bari, Il Saggiatore, 2010)

ROSENTHAL J. A., OCAMPO J. M., *Securitization of credit: inside the new technology of finance*, New York, John Wiley, 1988

ROSSI M., *Commento sub art. 2*, in *Commentario breve al testo unico finanziario*, (a cura di) V. Calandra Buonauro, Milano, CEDAM-Wolters Kluwer, 2020

RUCELLAI C., *I problemi legati allo sviluppo della Securitization in Italia: prospettive di soluzione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1995

RUCELLAI C., *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, *Giurisprudenza Commerciale*, 2012

RUMI G., *Securitization in Italia. La legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2000

RUSSO R., *Il ciclone dei mutui "sub-prime": le fragilità di sistema di banche ed investitori*, in *Controllo di gestione*, 2008

SCANO D., *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in *Banca, borsa e Titoli di Credito*, 2006

SCARONI C., *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e Impresa*, 2005

SCHLESINGER P., *La cartolarizzazione dei crediti*, Relazione 10 giugno 2000, Convegno "La cartolarizzazione dei crediti", Università di Foggia, in *Rivista di diritto civile*, 2001

SCHWARCZ S. L., *The Alchemy of Asset Securitization*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1994

SCHWARCZ S. L., *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002

SCHWARCZ S. L., *Keynote address: understanding the subprime financial crisis*, in *South Carolina Law Review*, 2009, vol. 60

SCHWARCZ S. L., *The future of securitization*, in *Connecticut Law Review*, 2009, vol. 41

SCHWARCZ S. L., *Protecting financial markets: lessons from the subprime mortgage meltdown*, in *Minnesota Law Review*, 2009, vol. 93

SCHWARCZ S. L., *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in *The Journal of Corporation Law*, 2013, vol. 39

SCOZZAFAVA O. T., *La cartolarizzazione dei crediti: la fattispecie*, in *Contratto e Impresa*, 2005

SEGOVIANO M., JONES B., LINDNER P., BLANKENHEIM J., *Securitisation: lessons learned and the road ahead*, *International Monetary Fund Working Paper*, 2013, n. 255

SHILLER R. J., *The subprime solution. How today's global financial crisis happened, and what to do about it*, Princeton e Oxford, 2008, Princeton University Press, 2008 (ed. italiana: *Finanza shock*, Milano, Egea, 2008)



STEFINI U., *La cessione del credito*, in *Le obbligazioni, Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020

STOCK J. H., WATSON M. W., *Has the business cycle changed and why?*, in *NBER Macroeconomics Annual*, 2002, vol. 17 (in [www.journals.uchicago.edu](http://www.journals.uchicago.edu))

SVETINA T., GULLI G., *Il nuovo regime dell'Unione Europea in materia di obbligazioni bancarie garantite*, 2020, in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it)

TARGETTI F., *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1999

TENCATI A., *Le garanzie dei crediti*, Torino, Utet Giuridica, 2012

TOOZE A., *Crashed: how a decade of financial crisis changed the world*, Londra, Penguin, 2018

TURRI G., *Ambito oggettivo di applicazione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Le Società*, 2004

URBANI F., *La dimensione sovranazionale del rating: regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2015

VELLA V., *Capitalismo e finanza. Il futuro tra rischio e fiducia*, Bologna, Il Mulino, 2011

VIRGA P., *La cartolarizzazione: una operazione nuova, anzi antica*, in *Giustizia civile*, X, 2001

VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2007

## **DOCUMENTI**

AUTORITA' BANCARIA EUROPEA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 22 dicembre 2014

AUTORITA' BANCARIA EUROPEA, *Opinion of the European Banking Authority on a European framework for qualifying securitisation*, 7 luglio 2015

BANK OF ENGLAND, EUROPEAN CENTRAL BANK, *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, 2014

COMITATO DI BASILEA, *Asset securitization, consultative document*, 2001

COMITATO DI BASILEA (BCBS) E IOSCO, *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, Dicembre 2014

COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, Parere in merito alla «*Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012*» [COM(2015) 472 final — 2015/0226 (COD)] e alla «*Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento*» [COM(2015) 473 final — 2015/0225(COD)] (2016/C 082/01), Bruxelles, 20 gennaio 2016

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Un Piano di investimenti per l'Europa*, Bruxelles, 26.11.2014 COM(2014) 903 final

COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18.2.2015 COM(2015) 63 final

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione *Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 30.9.2015, COM(2015) 468 final

COMMISSIONE EUROPEA, *Equivalenza nel settore dei servizi finanziari*, Bruxelles, 29.7.2019

COMMISSIONE EUROPEA, Relazione alla Proposta di Regolamento COM(2015) 472 final

COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, Bruxelles, 24.9.2020

EBA, Single Rulebook Q&A - Question ID 2018\_4368: «*What are the obligations of an originator who purchases third party's exposures and subsequently securitises them, in order to meet the requirements set out in Article 9 of the Securitisation Regulation?*», 30 settembre 2019

EBA, *Report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*, 12 Aprile 2016

EBA, *Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention (final draft)*, 31 Luglio 2018

EBA, *Orientamenti sulla valutazione del merito creditizio*, 19 agosto 2015

EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *Final report of the National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*, 2011

FINANCIAL STABILITY FORUM (FSS), *Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari*, Aprile 2008

GROUP OF THIRTY, *Financial reform. A framework for financial stability*, 2009

IOSCO, *International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers.*, 1998

IOSCO, *International disclosure principles for cross-border offerings and listings of debt securities*, 2007

IOSCO, *The role of credit rating agencies in structured finance markets*, 2008

IOSCO, *Report on the subprime crisis*, 2008

IOSCO, *Technical Committee, Code of Conduct fundamentals for Credit Rating Agencies*, 2008

IOSCO, *Unregulated financial markets and products, consultation report*, 2009

IOSCO, *Unregulated financial markets and products, final report*, 2009

IOSCO, *Good practices in relation to investment manager's due diligence when investing in structured financial instruments*, 2009

IOSCO, *Disclosure principles for public offerings and listings of asset-backed securities*, 2009

IOSCO, *Transparency of structured finance products*, 2009

IOSCO, *Principles for periodic disclosure by listed entities*, 2010

IOSCO, *Principles for ongoing disclosure for asset-backed securities*, 2012

PARLAMENTO EUROPEO, Proposta di risoluzione, *Verso un quadro europeo per le obbligazioni garantite*, 26.6.2017

THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE UE (c.d. GRUPPO DE LAROSIÈRE), Report, 2009

#### ABSTRACT

Il saggio esamina il nuovo Reg. (UE) n. 2402/2017, in vigore dal 1° Gennaio 2019, che istituisce un quadro generale per le operazioni di cartolarizzazione e, al tempo stesso, un quadro specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (s.t.s.). Unitamente al Reg. (UE) n. 2401/2017 (in materia di requisiti prudenziali per enti creditizi e imprese di investimento), il Regolamento raccoglie larga parte della disciplina unionale in materia di cartolarizzazioni (*Securitisatio framework*). L'analisi, che prende avvio da una preliminare descrizione dell'architettura essenziale di un'operazione di cartolarizzazione (Cap. 1), muove, in primo luogo, da un'indagine di tipo ricognitivo e funzionale all'individuazione dei fallimenti di mercato e della regolamentazione osservati nel settore dei prodotti cartolarizzati durante la crisi finanziaria 2007-2008 (Cap. 2). A seguire viene ricostruito il dibattito sulle linee di politica legislativa di settore sviluppatosi, a livello internazionale, attraverso i lavori, fra gli altri, dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e, a livello europeo, nell'ambito dei lavori sull'*Unione dei mercati dei capitali* (Cap. 3). Infine, il lavoro si concentra sull'analisi del nuovo Regolamento e, in particolare, sugli obblighi di dovuta diligenza, di mantenimento del rischio e di trasparenza (Cap. 4), nonché sul nuovo quadro normativo delle cartolarizzazioni s.t.s. (Cap. 5), con l'obiettivo di fornire una prima valutazione in ordine ai risultati raggiunti dal Legislatore europeo nell'ambito della *reform agenda* del mercato dei prodotti cartolarizzati.