Università
Ca'Foscari
Venezia

Laurea Magistrale in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Cartolarizzazioni a marchio UE:

Semplici, trasparenti e standardizzate (STS)

Relatore
Prof. Alberto Urbani

Laureando
Tommaso Armellin

Matricola 903512

Anno Accademico
2024 / 2025

INDICE

Introduzione

Capitolo 1 Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti

1.1 Struttura dell'operazione di Securitization

1.1.1 Le motivazioni e il risultato economico dell'operazione

1.2 NPL e cartolarizzazioni

Capitolo 2 Le fonti della disciplina alla cartolarizzazione

2.1 La legge 30 aprile 1999, n.130

2.1.1 Le recenti evoluzioni del quadro normativo

Capitolo 3 Le cartolarizzazioni STS

3.1 Le nuove cartolarizzazioni certificate ed il marchio UE

3.1.1 Semplicità

3.1.2 Standardizzazione

3.1.3 Trasparenza

3.1.4 Il regime amministrativo della qualificazione STS

3.1.5 Considerazioni sulle cartolarizzazioni a marchio UE

3.2 Possibili conseguenze e criticità per il mercato

3.2.1 Le cartolarizzazioni e lo *shadow banking*

3.3 Il mercato delle cartolarizzazioni oggi e domani

3.3.1 La cartolarizzazione nell'era post *Securitisation Regulation*

3.3.2 Proposte di modifica al Regolamento cartolarizzazioni

3.3.3 *Green securitization*

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

La cartolarizzazione svolge un ruolo di grande importanza nell'economia e nella gestione della banca sotto i profili strategici, tattici e operativi. Sebbene la nascita e il successivo sviluppo di tale schema operativo, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso, siano intimamente legati al settore immobiliare e alla necessità di finanziamento dei mutuatari, si tratta di un'operazione che nel tempo è stata oggetto di significative modifiche sia sotto il profilo regolamentare sia sotto quello procedurale. Ciò è avvenuto soprattutto in seguito allo scoppio della crisi finanziaria del 2008-2009, causata, almeno in parte, proprio da talune operazioni di cartolarizzazione caratterizzate da strutture eccessivamente complesse e opache.

La diffusione della tecnica nei primi anni Duemila ha contribuito a trasformare profondamente il credito bancario, tanto in senso qualitativo quanto quantitativo. Si è assistito così al passaggio da un modello tradizionale di gestione degli impieghi in prestiti (c.d. *originate to hold*) a uno indiretto (c.d. *originate to distribute*), basato sullo smobilizzo sistematico dei crediti prima della loro naturale scadenza. Tale mutamento ha favorito, inizialmente, un'espansione significativa e prolungata dell'attività creditizia e, conseguentemente, della crescita economica; tuttavia, ha anche contribuito a generare condizioni di grave instabilità del sistema.

La crisi finanziaria ha dunque messo in luce alcuni limiti strutturali della cartolarizzazione, riconducibili, in sintesi, all'elevato grado di opacità, artificiosità e scarsa trasparenza delle operazioni, dei portafogli sottostanti e dei soggetti coinvolti. Ciononostante, gli indiscutibili vantaggi che la tecnica può offrire – in termini di gestione del rischio, diversificazione delle fonti di finanziamento e ottimizzazione patrimoniale – hanno spinto il legislatore, sia nazionale che europeo, a intervenire per promuoverne un utilizzo più prudente, controllato e trasparente. Non è un caso che il mercato delle cartolarizzazioni abbia mostrato, negli ultimi anni, segnali di ripresa dopo il forte ridimensionamento successivo alla crisi.

In questo contesto di riforma e rilancio, un ruolo centrale è stato assunto dall'introduzione del Regolamento (UE) 2017/2402, che ha istituito un regime unitario per tutte le cartolarizzazioni europee e, soprattutto, la categoria delle cartolarizzazioni STS (*Simple, Transparent and Standardised*). Tale regime mira a favorire forme di cartolarizzazione più semplici, comprensibili e standardizzate, rafforzando la fiducia degli

investitori e riducendo le asimmetrie informative che avevano caratterizzato le operazioni precrisi. I criteri STS – che riguardano la struttura dell'operazione, la qualità del portafoglio, la trasparenza informativa e la chiarezza dei ruoli – rappresentano oggi un punto di riferimento fondamentale per il mercato europeo[1].

La presente tesi si propone di analizzare il funzionamento delle cartolarizzazioni alla luce della disciplina vigente, approfondendo in particolare il regime STS e la sua applicazione nell'ambito europeo e nazionale. Dopo un inquadramento generale dell'istituto e della sua evoluzione normativa, verranno esaminati i principali requisiti strutturali e informativi richiesti per la qualificazione STS, le responsabilità dei soggetti coinvolti, nonché gli effetti prudenziali riconosciuti alle esposizioni STS. L'obiettivo è comprendere se e in che misura il quadro regolamentare europeo abbia raggiunto lo scopo di creare un mercato delle cartolarizzazioni più sicuro, trasparente e coerente con le esigenze di stabilità finanziaria del sistema, fornendo inoltre, una risposta efficace alle criticità emerse nel periodo precrisi.

[1] CORBO A., *Cartolarizzazione, società veicolo e Servicer*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2024, pp 11-14.

1 Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti

Le opportunità di smobilizzo dei crediti nell'ordinamento italiano

L'attuale sistema economico è particolarmente sensibile al problema della capitalizzazione e del finanziamento delle imprese operanti sul mercato. Tale problema assume una particolare rilevanza nel settore bancario e finanziario, dove le banche e gli intermediari finanziari vedono la propria capacità operativa fortemente influenzata dalle rispettive disponibilità patrimoniali.
L'esigenza di reperire fonti di liquidità è ovviamente sentita non solo da banche ed intermediari finanziari ma anche dalle imprese che operano in altri settori, le quali hanno costante necessità di avere la disponibilità di risorse finanziarie fresche per poter realizzare i propri investimenti e sviluppare le proprie strategie aziendali.
Gli strumenti attraverso i quali questa comune esigenza di liquidità può essere realizzata sono i più svariati: si va dalla cessione dei crediti disciplinata dal Codice Civile (art 1260 e ss.), allo sconto (artt. 1858-1860 del Codice Civile) o all'anticipazione bancaria (artt. 1846-1851 del Codice Civile), al *factoring*, alle cambiali finanziarie (legge 13 gennaio 1994 n. 43), alle operazioni di esportazione (*forfaiting e confirming*), fino a considerare i comuni strumenti della emissione di obbligazioni, degli aumenti di capitale e (specie per le banche) dei prestiti subordinati (semplici e irredimibili).
Gli strumenti appena citati sono in grado di risolvere gran parte dei problemi di liquidità delle imprese industriali o commerciali, le quali, considerate le scadenze brevi dei relativi crediti, possono soddisfare le loro esigenze attraverso il ricorso ad una o più delle operazioni citate, ma anche ad altre, che consentono un'immediata iniezione di liquidità. Diversamente dalle imprese industriali e commerciali, le banche e gli intermediari finanziari di frequente hanno uno stato patrimoniale caratterizzato dalla presenza di crediti a medio o lungo termine. Ed è pertanto che in questo contesto assume particolare importanza il reperimento di strumenti operativi che consentano di eliminare dal bilancio un importante voce dell'attivo circolante cioè i crediti verso la clientela.
La *securitization* (o cartolarizzazione) mira proprio a risolvere questa duplice finalità: da un lato la creazione di provvista da impiegare nella concessione di nuovi crediti o nella riduzione dell'indebitamento esistente, dall'altro il miglioramento degli indici di patrimonializzazione costantemente soggetti al controllo delle autorità creditizie ed in

particolare della banca d'Italia[2]o della Banca Centrale Europea (BCE).

Differenze rispetto alla cessione dei crediti ed al *factoring*

Un elemento che può accumunare la cessione dei crediti, il *factoring* e la *securitization* è rappresentato dal trasferimento a titolo oneroso di uno o più crediti, anche in massa. Tale trasferimento esaurisce la sua funzione a fronte del pagamento del corrispettivo, nella cessione ordinaria dei crediti. Nel *factoring* invece (così come nella securitization) la cessione appare strumentale ad un successivo sviluppo del rapporto, che realizza però funzioni profondamente diverse tra loro nell'una e nell'altra figura negoziale.
Infatti, nel *factoring* il momento centrale dell'operazione è dato dal finanziamento erogato dal *factor* a favore del cedente (per effetto della cessione dei crediti, la cui riscossione dai debitori ceduti dovrà poi essere retrocessa al cedente).
Nella *securitization* invece il cedente mira sì ad ottenere un'iniezione di liquidità, ma consegue una somma di denaro non a titolo di prestito in senso stretto (in quanto non deve restituire somma alcuna), bensì a titolo definitivo, sotto forma di corrispettivo della cessione. Il prezzo della cessione viene poi corrisposto impiegando le somme ricavate attraverso il collocamento sul mercato dei capitali dei titoli derivanti dal processo di cartolarizzazione e non utilizzando le somme pagate dai debitori ceduti.
Come ulteriore elemento di diversificazione tra *factoring* e *securitization* abbiamo che, mentre nel primo la gestione dei crediti è trasferita al *factor*, nel secondo l'amministrazione dei crediti ceduti rimane in capo al cedente, che si fa carico dell'attività di *servicing*[3].

La securitization: origine e nozione

La cartolarizzazione dei crediti (o *securitization*) è un tipo di operazione sorta e sviluppatasi nel mercato degli Stati Uniti verso la fine degli anni Settanta, dove inizialmente veniva utilizzata come strumento per la mobilizzazione di mutui edilizi. Sono poi seguite le cartolarizzazioni dei crediti concessi tramite le carte di credito, di quelli per l'acquisto delle autovetture e per il finanziamento di infrastrutture e di attività di *leasing*.

[2] BONTEMPI P., *La Securitization*, Giuffrè Editore, Milano, 1999, pp. ix-xii.
[3] SCAGLIARINI G., *op. cit.*, pp. 67-71.

La radice del termine anglosassone è rappresentata dal sostantivo *security* il quale assume comunemente il significato di "garanzia in genere" ma nella forma plurale *secutities* è più spesso impiegato per indicare titoli mobiliari che non siano necessariamente garantiti.
Il termine "*securitization*" è quello coniato negli Stati Uniti quando fu elaborato questo nuovo modulo finanziario e contrattuale, mentre "*securitisation*", meno usuale, è stato introdotto successivamente al diffondersi di questo tipo di operazione in Europa.
In Italia il termine *securitization* viene tradotto con "cartolarizzazione" o "titolarizzazione dei crediti", come disposto dalla legge 30 aprile 1999, n. 130[4].
La *securitization* (o cartolarizzazione) consiste in un'operazione di finanza strutturata diretta a rendere immediatamente liquidi flussi di cassa futuri mitigandone altresì il profilo di rischio, il tutto, a fronte di un *set* di attività illiquide, le stesse "trasformate" in titoli negoziabili sul mercato, secondo schemi tecnico-contrattuali differenti[5].
In parole più semplici, si tratta di un'operazione che mira allo smobilizzo di una serie di crediti di cui sia titolare un'impresa (banca, intermediario finanziario o altra impresa, definita *Originator*) attraverso la loro cessione in blocco (cessione *pro soluto*) ad un soggetto cessionario (definito *Special Purpose Vehicle* o SPV), il quale provvede alla cartolarizzazione dei crediti acquistati, ossia alla loro incorporazione in titoli offerti poi sul mercato. L'idea innovativa sta proprio nel fatto che i crediti ceduti vengono trasformati in titoli i quali verranno immessi nel mercato circolando come un qualsiasi altro strumento finanziario. Il soggetto cessionario dei crediti viene creato con l'unico scopo di acquistare tali *assets*. Il cessionario provvederà poi a reperire i mezzi finanziari necessari per acquisire i crediti cedutigli mediante l'emissione (*Issue*) dei titoli (*Asset Backed Securities*) derivati dalla cartolarizzazione vera e propria: pertanto il ricavato del collocamento sul mercato di questi titoli verrà impiegato per far fronte al pagamento del prezzo della cessione. Il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi convenzionali incorporati nei titoli emessi verrà garantito dall'ammontare complessivo dei crediti ceduti, i quali vengono a costituire un patrimonio separato da quello del cessionario o dell'emittente di titoli (se diverso dal cessionario), con la conseguenza che i pagamenti eseguiti dai debitori ceduti saranno destinati esclusivamente al soddisfacimento degli investitori che abbiano acquistato i titoli derivanti dal processo di cartolarizzazione.
Il diritto anglosassone ha elaborato lo strumento della società veicolo (SPV), la quale

[4] SCAGLIARINI G., *La Securitization*, Giuffrè Editore, Milano, 1999, pp. 51-52
[5] CORBO A., *op. cit.,* p. 17

veniva appositamente costituita per divenire cessionaria dei crediti da cartolarizzare e doveva avere quale oggetto esclusivo proprio l'effettuazione di un'operazione di securitization. L'SPV nasce come una società sottocapitalizzata, in quanto il patrimonio della società veicolo non ha alcuna funzione di garanzia dell'operazione, dato che il pubblico degli investitori viene adeguatamente garantito dal monte dei crediti ceduti che viene a costituire un patrimonio separato rispetto a quello della cessionaria. La società può poi assumere anche il ruolo di emittente e provvedere così alla creazione dei titoli incorporanti i crediti ceduti oppure può limitarsi ad acquistare i crediti, lasciando che sia una terza società – anch'essa appositamente costituita – ad occuparsi dell'emissione[6].

Storia del mercato delle cartolarizzazioni

La cartolarizzazione ha avuto origine negli Stati Uniti nella seconda metà degli anni Settanta come strumento di finanziamento dei mutui ipotecari. La prima cartolarizzazione di attivi è stata realizzata da Bank of America nel 1977 su un portafoglio di mutui immobiliari. La concessione di mutui immobiliari di matrice bancaria si è progressivamente legata alle attività sui mercati finanziari internazionali. In questo modo le banche e altri intermediari potevano rapidamente reperire la liquidità necessaria per soddisfare la sempre maggiore domanda di finanziamenti finalizzati all'acquisto della casa. Questo fino a quando, negli anni Settanta, la pubblica Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) ideò il meccanismo di finanziamento della cartolarizzazione dei mutui immobiliari.

In questo contesto la Federal National Mortgage Association (Fennie Mae) e la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) entrambe private, costituite e sovvenzionate dal governo, assumevano il ruolo di società veicolo, agendo pertanto in qualità di *market maker* acquistando portafogli di mutui ipotecari dagli *Originator* (i prestatori), riorganizzando i relativi flussi di cassa (c.d. *repackaging*) e trasferendo gli stessi, assieme ai rischi ad essi associati, agli investitori sotto forma di valori mobiliari (*Mortgage Backed Securities*). Le operazioni in quegli anni in genere si svolgevano seguendo le prassi adottate dalle due agenzie (Fannie Mae e Freddie Mac), le quali ne definivano continuamente gli standard[7]. La diffusione e lo sviluppo di tali operazioni di ingegneria finanziaria

[6] SCAGLIARINI G., *op. cit.*, pp. 53-55.

dipesero certamente dai vantaggi che essa comportava in termini di liquidità per i cedenti, maggiore capacità di credito e ampliamento delle opportunità di investimento. A tal proposito però, determinanti furono le azioni dello Stato, tendenti alla deregolamentazione e internazionalizzazione del mercato domestico. In breve tempo, la cartolarizzazione si è evoluta con riguardo alla struttura dell'operazione, alle finalità, ai soggetti coinvolti e alla tipologia di sottostante. Si è proceduto ad esempio, a cartolarizzare obbligazioni a fronte di precedenti operazioni di cartolarizzazione (CDO). Altre forme di innovazione si sono avute con le cartolarizzazioni c.d. sintetiche e *whole business*.

Seppure gli Stati Uniti mantengano una posizione di leadership nel mercato delle cartolarizzazioni, il mercato europeo ha anch'esso registrato un rapido sviluppo raggiungendo volumi di emissioni crescenti e consistenti nel tempo. Le prime operazioni in Europa sono state effettuate nel Regno Unito negli anni Ottanta, per poi diffondersi in altri paesi.

In Italia, la cartolarizzazione cominciò ad essere utilizzata in misura significativa a seguito della pubblicazione della legge del 30 aprile n. 130/1999[8]. In un primo momento, oggetto di cessione erano per lo più da crediti anomali, per poi interessare però anche crediti *in bonis*. Nonostante il mercato italiano fosse (ed è tutt'ora) tra i principali in Europa, le forme più innovative di cartolarizzazione (CDO e *whole business*), sono state tradizionalmente poco utilizzate. È opinione diffusa[9] che questo aspetto abbia contribuito a preservare gli intermediari italiani e la generalità del sistema dalle conseguenze della crisi, apparse invece più gravose in altri paesi. A sostegno di questa tesi, le rilevazioni effettuate dalla Banca d'Italia già nel settembre del 2007, mostrarono che pressoché nessuna banca italiana era direttamente esposta nei comparti più rischiosi (*subprime* e Alt-A statunitensi) e un numero limitato di esposizioni indirette[10]. Ciò nonostante, dopo il 2007 è stato possibile osservare una forte contrazione del mercato italiano e internazionale e una generale sfiducia verso questo tipo di operazioni. Più di recente, il legislatore è intervenuto sulla disciplina delle cartolarizzazioni al fine di rendere le operazioni il più possibili "semplici, trasparenti e standardizzate". Questo aspetto, assieme a fattori di contesto come, per esempio, l'elevato ammontare di crediti deteriorati all'interno dei bilanci delle banche europee, in particolare sofferenze, ha contribuito ad una netta ripresa del mercato[11].

[8] CORBO A., *op. cit.,* p. 21.
[9] CORBO A., *op. cit.,* p. 21.
[10] BANCA D'ITALIA, *Segnalazioni di Vigilanza*, 2007, cit. in CORBO A., *op. cit.*, p. 21.
[11] CORBO A., *op. cit.*, pp. 18-22.

1.1. Struttura dell'operazione di securitization

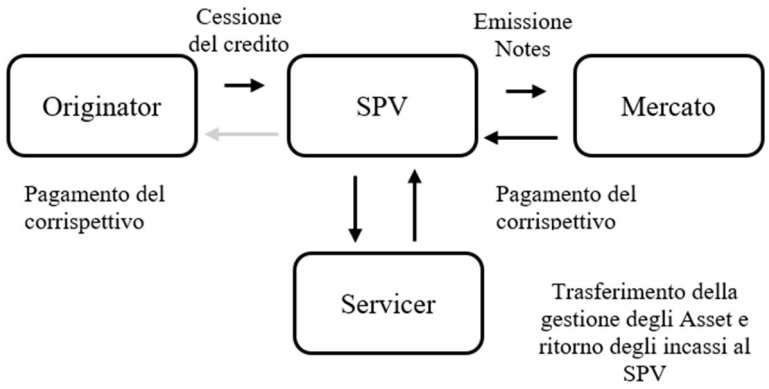

Figura 1: Schema base della cartolarizzazione[12]

Facendo richiamo alla schematizzazione maggiormente diffusa in dottrina, possiamo scindere l'operazione in tre momenti:

- individuazione di un portafoglio di attività idonee a generare flussi di cassa periodici, selezionati in base ad un sufficiente grado di omogeneità e standardizzazione rispetto alla forma tecnica e alla struttura finanziaria (rendimento, durata e ammortamento), in modo da renderne fattibile l'aggregazione e così che i relativi cash flow siano regolari e prevedibili. Al contempo, le stesse attività devono essere diversificate dal punto di vista economico-tecnico in modo da ridurre e stabilizzare il rischio complessivo del portafoglio.
- cessione del portafoglio selezionato da parte del titolare iniziale delle attività (*originator*) ad una società appositamente costituita (la SPV).
- emissione da parte della SPV e collocamento dei titoli (ABS) a fronte degli attivi acquisiti. Il ricavato dell'emissione è destinato al pagamento delle attività cartolarizzate mentre i *cash flow* associati a quelle stesse attività sono di volta in volta impiegati per la remunerazione dei sottoscrittori dei titoli (c.d. segregazione dei flussi di cassa). Dovendo l'emissione rispondere alle preferenze degli investitori, è essenziale la fase di *repackaging*, che consiste nel "aggiustamento e ricomposizione" dei flussi generati, in modo da strutturare titoli con caratteristiche tali da

[12] D'AURIA C., *Le cartolarizzazioni di "COS"*, nel seminario "*La nuova disciplina sulla cessione del quinto*", ABISERVIZI, Milano, 2018, cit. in CORBO A., *op. cit.*, p. 22.

soddisfare le esigenze del mercato. L'emissione viene strutturata in classi (*Senior, Mezzanine e Junior*) a ciascuna delle quali è attribuito un diverso grado di subordinazione per quanto riguardo il pagamento della quota capitale e degli interessi. I titoli, dopo essere stati strutturati, sono poi offerti a categorie differenti di investitori con la clausola *limited recourse*, in base alla quale il rimborso e la remunerazione dei sottoscrittori è subordinato all'effettivo incasso delle attività acquisite[13].

L'SPV è costituita appositamente per porre in essere l'operazione di cessione e cartolarizzazione dei crediti e deve quindi avere quale oggetto esclusivo la gestione di uno o più processi di cartolarizzazione. L'ammontare dei crediti acquisiti viene poi costituito come patrimonio separato da quello del cessionario, al fine di evitare il più possibile rischi di insolvenza a danno dei risparmiatori che investiranno nei titoli emessi a fronte dei crediti ceduti. La cessione avviene sempre *pro soluto*, ossia con esclusione della garanzia da parte del cedente per il caso di insolvenza del debitore ceduto, e ciò allo scopo di consentire all'*Originator* l'immediata eliminazione degli *assets* dall'attivo di bilancio.
Il pagamento del corrispettivo della cessione avviene mediante una duplice operazione:

1) emissione di valori mobiliari rappresentativi dei crediti acquistati, la quale può essere effettuata direttamente da parte del cessionario;
2) collocamento sul mercato dei capitali dei titoli emessi ed utilizzazione del corrispettivo dell'emissione corrisposto dagli investitori per il pagamento del prezzo della cessione.

La finalità di questa operazione è quella di consentire a banche, intermediari finanziari o imprese caratterizzate dall'appostazione in bilancio di rilevanti crediti a media o lunga scadenza, di ottenere un'immediata liquidità, liberandosi dal rischio di insolvenza dei debitori ceduti ed ottenendo un miglioramento di quegli indici di patrimonializzazione che sono imposti dalle Autorità di vigilanza e che rappresentano una limitazione dei propri impieghi[14].
Nello specifico, mentre un'operazione di cessione in massa di crediti senza successiva cartolarizzazione soddisfa esigenze similari dal punto di vista dell'*originator*, dal punto

[13] CORBO A., *op. cit.,* p. 23.
[14] SCAGLIARINI G., *op. cit.*, pp. 57-58.

di vista del cessionario invece non ha nulla a che fare con la funzione svolta dalla SPV. Infatti, mentre lo *Special Purpose Vehicle* opera con lo scopo di reperire liquidità di cui non è provvisto (essendo tra l'altro una società che, per definizione, è scarsamente patrimonializzata), il cessionario in una normale operazione di trasferimento di crediti in massa è un soggetto che, al contrario, dispone di una notevole liquidità che ha necessità di investire[15].

Gli *Asset* idonei alla securitization

Le operazioni di cartolarizzazione possono essere effettuate su varie tipologie di attivo sia esistente, sia futuro. Possono essere oggetto di *securitization* tutti gli attivi che generano un flusso di reddito sufficiente a soddisfare le attese degli investitori nelle ABS[16].
Le cartolarizzazioni più frequenti hanno ad oggetto crediti, garantiti o non garantiti, sia *in bonis* che deteriorati. Più nel concreto si tratta di[17]:

- mutui (soprattutto ipotecari, in quel caso denominati *Mortgage Backed Securities* – MBS);
- crediti ai consumatori;
- crediti relativi all'utilizzo di carte di credito;
- crediti rappresentativi di canoni di *leasing*;
- crediti commerciali;
- obbligazioni e altri valori mobiliari;
- crediti fiscali, previdenziali e governativi.

Dalla prassi, emerge il ricorso all'operazione anche con le seguenti attività:

- crediti futuri verso i consumatori finali;
- crediti derivanti da contratti di locazione di beni immobili;
- diritti di sfruttamento di attività immateriali.

[15] SCAGLIARINI G., *op. cit.*, pp. 66-67.
[16] COLAGRANDE F., *Le operazioni di Securitization*. Il Sole 24 ore, 1999, p. 5.
[17] CORBO A., *op. cit.*, p. 31.

I soggetti dell'operazione

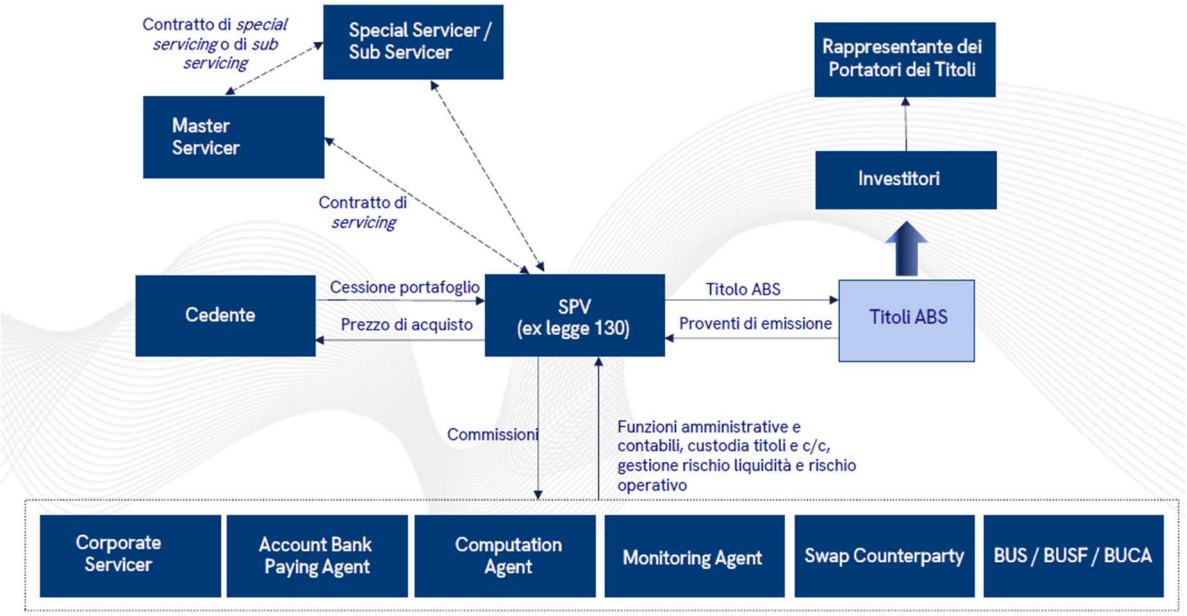

Figura 2: schema dei soggetti partecipanti[18].

Fondamentale all'interno di un'operazione di cartolarizzazione è la presenza di almeno tre soggetti: l'*originator*, la società veicolo (SPV) e i sottoscrittori di ABS

Il primo, l'*Originator,* cioè al titolare originario delle attività cartolarizzate e può consistere in un intermediario finanziario ovvero in un'impresa di natura non finanziaria come pure può trattarsi di un soggetto pubblico o privato. Osservando il mercato sia italiano che estero, gli *asset* cartolarizzati sono per la maggior parte di matrice finanziaria e in particolare bancaria. Ciò è spiegato sia dal contesto regolamentare e prudenziale attualmente in vigore, ma anche dalla specificità del modello di *business* tipico delle banche, le quali più di altri, traggono beneficio da questa tipologia di operazione. Queste considerazioni sono ulteriormente supportate anche dall'utilizzo massivo, negli ultimi anni, delle cartolarizzazioni per lo smaltimento e gestione dei crediti anomali (NPL), questo alla luce anche della generale indisponibilità o inefficienza di altre modalità gestionali.

Nella realtà operativa però, ferma restando la presenza dei tre soggetti inizialmente citati, si deve evidenziare la presenza di altri soggetti la cui funzione è, sostanzialmente, quella di incrementare il gradimento dei titoli da parte del mercato, accrescendo l'efficienza

[18] Materiale aziendale interno, Banca Finint S.p.A., 2024.

operativa dell'operazione e, infine, garantendone il successo[19].

Uno di questi è il *Servicer,* soggetto specializzato nella gestione del portafoglio cartolarizzato per quanto riguarda l'attività di incasso dei flussi da questo prodotto, e conseguentemente, al loro trasferimento presso il cessionario e al recupero in caso di inadempienza. Questi compiti sono regolamentati dal *contratto di servicing*, ossia l'accordo mediante il quale la SPV conferisce ad una società, chiamata appunto *Servicer,* l'incarico, di gestire ed amministrare il portafoglio ceduto. Il contratto di *servicing* può essere qualificato come una sorta di mandato all'incasso, mediante il quale la SPV conferisce all'*Originator* l'incarico di amministrare i pagamenti, gestire il recupero dei crediti insoluti e di rendicontazione periodica[20]. Nell'ordinamento italiano l'attività di *servicing* è riservata ad intermediari iscritti all'Albo previsto dall'art. 106 TUB e banche, dove in quest'ultimo caso la scelta è motivata proprio dalla possibilità di non disperdere il patrimonio di relazioni accumulato nel corso del tempo, cosa che valeva soprattutto per le banche italiane del passato, vista la loro presenza capillare nel territorio e con un approccio che era strettamente relazionale con la clientela[21].

Nel mercato degli NPL è ormai ricorrente la distinzione tra la figura del *master servicer* e *special servicer* (o *sub servicer*) dove il primo assolve soltanto compiti di garanzia non delegabili ai sensi della legge n. 130/99, mentre il secondo è a tutti gli effetti responsabile dell'attività di recupero.

Altra figura cruciale è l'*Arranger* (detto anche promotore o *sponsor*), un intermediario specializzato che cura l'organizzazione dell'operazione nel suo insieme con l'obiettivo di conseguire gli obiettivi prefissati dall'*Originator* al minor costo possibile, il tutto tramite la definizione di una struttura contrattuale appropriata. Dopo aver assistito l'*Originator* nella definizione di quanto sopra, l'*Arranger* andrà ad individuare una o più soluzioni tecnico contrattuali per l'effettuazione dell'operazione in funzione delle caratteristiche del cliente e, in seguito, selezionerà un portafoglio di attività potenzialmente idonee sulla base degli obiettivi individuati in precedenza, procedendo poi ad una serie di controlli di natura legale sullo stesso. Successivamente l'*Arranger* andrà ad analizzare i profili economico patrimoniali dell'operazione facendo un confronto tra i costi di quest'ultima ed i *cash flow* spettanti al cedente.

Il buon esito dell'emissione è in larga misura influenzato dall'attività di valutazione svolta

[19] CORBO A., *op. cit.*, p. 27.
[20] SCAGLIARINI G., *op. cit.*, pp. 107-108.
[21] SCAGLIARINI G., *op. cit.*, pp. 106.

dall'*Agenzia di Rating,* cioè quel soggetto specializzato (*super partes*) che si occupa di apprezzare la rischiosità dell'emissione tenendo conto della qualità degli *asset* ceduti nonché della presenza eventuale di garanzie e della solvibilità di quest'ultimi. In quest'ottica si dovrebbe così permettere ai potenziali sottoscrittori delle ABS, di assumere decisioni di investimento consapevoli potendo fare affidamento su una maggiore trasparenza dell'operazione. Anche per l'*Originator* l'ottenimento di un *rating*, se positivo, può rappresentare un'opportunità, la quale si sostanza nel cedere il portafoglio ad un prezzo più elevato, diminuendo quindi la remunerazione offerta agli investitori, senza però compromettere l'appetibilità dei titoli o il buon esito del collocamento[22].

Elementi che concorreranno a migliorare la valutazione dei crediti da cedere saranno:

- la bassa concentrazione dei crediti nell'ambito di un limitato numero di aree geografiche o di settore economici (maggiore è il frazionamento dei crediti per aree geografiche ed economiche e maggiore sarà il frazionamento del rischio);
- l'esistenza di garanzie connesse ai crediti ceduti (ipoteche immobiliari, garanzie reali, fideiussioni bancarie, contratti autonomi di garanzia ecc.);
- la qualità dei debitori ceduti (enti sovrani, società quotate o dotate di elevato *rating*);
- la domiciliazione dei debitori ceduti in Paesi dotati di *rating* elevato.

Sulla valutazione dei portafogli ceduti influirà ovviamente anche la valutazione della società incaricata di curare il *servicing* dei crediti, questo perché la capacità di gestione e riscossione del *Servicer* non potrà non influire anche sulla riscuotibilità dei crediti ceduti[23].

Ulteriori partecipanti sono riconducibili alle seguenti figure:

- garanti: soggetti esterni, riconducibili per lo più a istituti bancari e assicurativi i quali in genere si pongono a garanzia di una porzione del valore di rimborso dei titoli così da fornire una sorta di assicurazione per quanto concerne il soddisfacimento delle pretese degli investitori. L'aggiunta di garanzie, assieme alle altre forme di "*credit enhancement"*, rende più sicura l'emissione e consente di applicare un prezzo più elevato ai titoli emessi;
- *advisor*: soggetti che offrono consulenza in merito alla struttura dell'operazione

[22] CORBO A., *op. cit.*, pp. 28-29.
[23] SCAGLIARINI G., *op. cit.*, pp. 102-103.

sotto il profilo legale ed economico-finanziario;

- collocatore: un intermediario (solitamente una banca d'affari) che offre le ABS ad investitori istituzionali (nel caso di un collocamento privato) o alla generalità del pubblico.
- Rappresentante dei portatori dei titoli (RON): Ha la funzione di rappresentare gli investitori nel contesto dell'operazione. Deve essere consultato e fornire il proprio consenso in relazione a specifici fatti o decisioni attinenti alla cartolarizzazione.
- Paying Agent: soggetto responsabile della gestione dei conti e dei pagamenti correlati;
- Computation Agent: soggetto responsabile della verifica dell'andamento delle operazioni, attraverso la predisposizione della reportistica relativa all'allocazione dei fondi tempo per tempo incassati dalla SPV (*payment report*) e di predisporre la reportistica per gli investitori (*investor report*)[24].
- Corporate Servicer: società nominata al fine di fornire alla SPV tutti i servizi necessari per la gestione di tipo amministrativo e societaria (adempimenti societari, contabili e fiscali, oltre a segnalazioni statistiche e relazioni varie con Banca d'Italia);
- Swap Counterparty: nel caso in cui venga stipulato un contratto di *swap*, è il soggetto che copre il *mismatch* di rendimento tra il portafoglio cartolarizzato e il rendimento dei titoli ABS emessi dalla SPV;
- BUS/BUSF/BUCA: soggetti nati nella prassi di mercato individuati nel contesto delle operazioni per fronteggiare una serie di rischi operativi;
- Monitoring Agent: soggetto che svolge, per conto degli investitori nelle operazioni NPLs (crediti deteriorati), alcune verifiche sull'attività operativa dello *Special Servicer*[25].

Le garanzie a supporto dell'operazione – *Credit Enhancement*

Uno dei compiti della società di *rating* è indentificare, in relazione alla valutazione del rischio connesso ai crediti ceduti, la necessità di garanzie supplementari (oltre al patrimonio separato rappresentato dal portafoglio di crediti ceduti (principale garanzia a favore

[24] CORBO A., *op. cit.*, pp. 29-30.
[25] Rielaborazione su materiale fornito da Banca Finint S.p.A.

dei risparmiatori) le quali possono assicurare una migliore copertura dei titoli emessi e quindi un punteggio più elevato agli stessi. Lo scopo sarà quello di assicurare il rimborso del capitale investito dai risparmiatori alle scadenze previste. La garanzia in questione avrà ad oggetto il rischio di insolvenza dei debitori ceduti (c.d. rischio di base), definito appunto, "credito supplementare o *credit enhancement*", rapportato alla percentuale di insolvenze e perdite su crediti. La copertura riguarderà solo una percentuale del portafoglio in quanto altrimenti questa renderebbe antieconomica l'operazione[26].

Nella fattispecie potrà trattarsi di garanzie interne (ovvero direttamente riconducibili all'*originator*) oppure di garanzie esterne. Nel caso delle garanzie interne, a seguito della cessione, l'*originator* di fatto continua a farsi carico di una parte dei rischi (di credito e liquidità) relativi dal portafoglio cartolarizzato.

Un esempio di garanzia interna è costituito dalla c.d. *overcollateralisation*. Essa si realizza tramite la cessione di un *pool* di attività per un ammontare superiore al valore dei titoli emessi così da formare un "cuscinetto" disponibile qualora, a causa dell'insolvenza dei debitori ceduti o in presenza di ritardi nei pagamenti, non sia possibile procedere al rimborso integrale dei titoli. Con le stesse finalità ma in modo alternativo, il cedente può costituire un deposito presso un'istituzione terza[27].

Al lancio dell'operazione (o nel corso della vita di essa) potrà essere costituita o incrementata una *Cash Reserve* (o riserva di liquidità), in un conto intestato alla SPV su cui verrà depositata una parte del ricavo di sottoscrizione dei titoli, da utilizzare a copertura di eventuali *deficit* di cassa dell'SPV stessa. L'ammontare di quanto depositato nel suddetto conto dipenderà dal *rating* dell'operazione, e di conseguenza deciso secondo quelli che sono i criteri definite dalle agenzie di *rating*. Alternativamente, i fondi potranno derivare da un prestito subordinato concesso dal cedente[28].

Similmente, l'*excess spread* consiste in una riserva che matura nel tempo e deriva dall'accantonamento, da parte della SPV, della differenza positiva tra il rendimento degli impieghi cartolarizzati e quello corrisposto ai *note holder* (investitori).

Infine, tramite il *credit tranching* i titoli emessi vengono suddivisi in una pluralità di classi (*tranche*), ciascuna caratterizzata da un diverso ordine di priorità nel servizio del debito (*seniority*[29]) o, in modo equivalente, nella copertura delle perdite. I titoli con maggiore

[26] SCAGLIARINI G., *op. cit*., pp. 103-106.
[27] CORBO A., *op. cit.*, p. 43.
[28] COLAGRANDE F., *op. cit.*, p. 8.
[29] I pagamenti effettuati dai debitori ceduti sono "girati" agli investitori secondo un procedimento c.d. *waterfall* (a cascata). Quest'ultimo è oggetto di una descrizione dettagliata nel documento che accompagna

seniority (alle quali viene solitamente assegnato un *rating*) sono per lo più sottoscritti da investitori istituzionali. Quanto alle obbligazioni più rischiose, è frequente che siano sottoscritte dallo stesso *Originator* (almeno da quelli di origine bancaria) con la finalità di rasserenare il mercato circa la qualità delle attività sottostanti e la bontà dell'operazione nella sua totalità. Ciò testimonia ulteriormente a favore di quella che è la flessibilità offerta dalle cartolarizzazioni, configurandosi non solo come una modalità di trasferimento del rischio *tout court* ma permettendo al cedente di "scorporare" esclusivamente i rischi estremi.

Per garanzie esterne, invece, intendiamo la conclusione di accordi con soggetti terzi specializzati (tipicamente banche e imprese assicurative) e la stipula di contratti derivati.

Vengono frequentemente stipulati contratti di copertura del rischio di cambio o di tasso d'interesse a cui il veicolo può essere esposto (rispettivamente *Currency Swap* e *Interest Rate Swap*). Infatti, le operazioni possono evidenziare a fronte di una remunerazione fissa del passivo, un rendimento variabile dell'attivo cosa che, può determinare, in casi di andamenti avversi dei tassi, ad un potenziale rischio di mancanza di liquidità. Lo stesso può avvenire in presenza di due distinte valuta e una forte variabilità dei cambi.

È prassi comune invece, che nei contratti assicurativi, il garante assuma un rischio di insolvenza sul portafoglio ceduto (sull'intero ammontare o su una parte di esso), calcolato in una percentuale multipla rispetto a quello previsto sugli attivi cartolarizzati.

Infine, abbiamo la figura del *Back-up Servicer,* cioè una società *Servicer* che interviene nell'attività di amministrazione in caso di fallimento o scarsa performance del *Servicer* originario. Grazie a questa figura, per quanto concerne l'incasso e il monitoraggio dei crediti ceduti (le attività più importanti), ne viene data un'ulteriore garanzia assicurando la loro regolarità e continuità (oltre a maggiori tutele sul corretto funzionamento della struttura) [30].

I rischi dell'operazione

Le operazioni di cartolarizzazione comportano l'assunzione di rischi molteplici che, seppur di diversa natura, sono tutti quanti riconducibili alla formazione di differenze (positive e negative) tra gli importi nel tempo versati dai debitori ceduti e i pagamenti in linea

l'emissione, cit. in CORBO A., *op. cit*., p. 44.

[30] Cfr. CORBO A., *op. cit.*, pp. 43-45; v. anche COLAGRANDE F., *op. cit.*, pp. 8-9.

capitale e interessi riferiti ai titoli emessi. Si tratta quindi, di rischi operativi da un lato, e dall'altro di rischi riconducibili alla struttura finanziaria sia dei titoli emessi che delle attività cartolarizzate.

Quanto ai primi, derivano dall'elevato grado di complessità che caratterizza l'architettura giuridica (contrattuale) dell'operazione e dalla grande varietà di soggetti e funzioni che vi prendono parte. In particolare, la possibile insorgenza di errori o frodi ai danni degli investitori appare oggi come un aspetto alquanto delicato, soprattutto a seguito deli eventi osservati in relazione alla crisi finanziaria, i quali hanno contribuito ad ingenerare un clima di sfiducia verso il mercato delle cartolarizzazioni *tout court*. Per quanto concerne i crediti cartolarizzati, bisogna poi rilevare che il rimborso delle ABS (quindi, il buon esito dell'operazione nel suo insieme) è subordinato, ancora prima dell'effettuazione dei pagamenti da parte dei debitori ceduti, all'eventuale rivalsa sui beni costituiti in garanzia, nell'effettiva esistenza dei crediti stessi e alla validità delle garanzie stesse. Rischi operativi si hanno pure in relazione a possibili carenze procedurali e organizzative tali da determinare disfunzioni nei processi di gestione dei flussi di cassa in entrata e in uscita. Queste disfunzioni, a loro volta, possono comportare disallineamenti tra i flussi di cassa e, nella fattispecie, l'impossibilità di adempiere le obbligazioni assunte verso gli investitori ovvero l'impiego inefficiente della liquidità in eccesso. Infine, avendo riguardo all'attività della SPV e alla moltitudine di soggetti da cui lo stesso è affiancato, possiamo individuare un rischio di terze parti relativo alla possibilità che il veicolo sia impossibilitato ad onorare le proprie obbligazioni a causa di inadempienze da parte degli altri soggetti che partecipano all'operazione.

Con riferimento ai rischi di natura più strettamente finanziaria, osserviamo che essi dipendono, sia nella misura che nella tipologia, dalla composizione del portafoglio sottostante a livello qualitativo e quantitativo. In capo al cedente, l'unica eccezione afferisce alla determinazione del prezzo di cessione e, più in particolare alla possibilità che lo stesso risulti, a posteriori, sensibilmente inferiore al valore di realizzo degli attivi cartolarizzati. Per quanto concerne gli investitori, essi sono esposti ad una gamma di rischi che, in sintesi, dipende dallo *standing* dei debitori i cui debiti sono oggetto di cessione, dalle caratteristiche tecnico contrattuali degli attivi sottostanti e dalla corrispondenza fra queste ultime e quelle relative alle *notes* emesse. Quindi possiamo affermare che c'è in primo luogo un rischio di credito da intendersi nell'accezione più specifica di rischio di insolvenza dei debitori ceduti in ragione sia delle caratteristiche degli stessi (*default risk*) che

del quadro economico, istituzionale e politico in cui essi operano (rischio paese).
Va poi osservato che le ABS, al pari di un qualsiasi strumento obbligazionario, prevedono il pagamento di flussi cedolari periodici e il rimborso integrala alla scadenza (*bullet*). Ne consegue che gli investitori siano esposti al rischio di variazione dei tassi d'interesse con un impatto differente a seconda che le cedole siano ancorate ad un tasso fisso o soggette ad un tasso variabile. Inoltre, l'impatto generato dai movimenti dei tassi di mercato deve essere valutato anche rispetto al rendimento degli attivi cartolarizzati, nel caso si tratti di portafogli creditizi. Nell'eventualità in cui i rendimenti di quest'ultimi fossero più sensibili alle oscillazioni del mercato rispetto a quello delle ABS, potrebbe formarsi un *mismatching* tra i flussi di cassa originati dai crediti ceduti e quelli relativi ai titoli emessi. Se, in particolare, i primi fossero inferiori ai secondi, il veicolo si troverebbe nell'impossibilità di adempiere pienamente le obbligazioni assunte nei confronti degli investitori. Similmente, impatti economici si possono avere sotto forma di rischio di cambio in caso di disallineamento fra i flussi generati in ragione delle divergenze sulla valuta di denominazione.
Un ulteriore rischio che può configurarsi è quello di dare luogo al rimborso anticipato dei titoli mettendo in capo agli investitori il rischio di trovarsi a reinvestire tale liquidità a condizioni diverse rispetto a quelle ottenute al momento della sottoscrizione delle ABS. Ciò si verifica, il più delle volte, quando i crediti ceduti sono in media rimborsati anticipatamente per intero o, comunque, più celermente rispetto a quanto convenuto nel piano di ammortamento originario. Tale circostanza comporta che il veicolo venga a disporre di un *surplus* di liquidità tale che per la SPV il rimborso anticipato dei titoli rappresenti l'opzione più vantaggiosa. In linea generale, il grado di esposizione al rischio di *prepayment* è funzione della tipologia degli attivi cartolarizzati[31].

1.1.1 Le motivazioni e il risultato economico dell'operazione

La cartolarizzazione è capace di offrire vantaggi consistenti per la totalità dei partecipanti, purché l'operazione sia strutturata in modo adeguato e trasparente, dotata di meccanismi incentivanti per *originator* e sottoscrittori. Essa costituisce un fondamentale canale di diversificazione delle fonti di provvista, di mobilizzazione dell'attivo, di migliore

[31] CORBO A., *op. cit.*, pp. 40-43.

ripartizione del rischio all'interno del sistema finanziario. Ne consegue la possibilità di apportare un significativo contributo al finanziamento dell'economia reale in maniera sia diretta che indiretta, riducendo l'onerosità dei finanziamenti per famiglie e imprese.

È bene precisare che le finalità dell'operazione possono divergere, anche sensibilmente, a seconda della natura del soggetto cedente (*originator*). Per un *originator* non finanziario, di solito, l'esigenza predominante è quella del finanziamento. In questo senso, la cartolarizzazione risulta particolarmente fruttuosa per le imprese che palesano difficoltà di accesso alle forme ordinarie di credito bancario o di finanziamento sul mercato dei capitali. Ulteriori benefici sono riconducibili alla possibilità di generare liquidità da destinare alla riduzione delle passività, modificare la struttura degli impieghi effettuando investimenti con un migliore profilo di rischio-rendimento rispetto a quelli cartolarizzati, dismettere *asset* non strategici in modo da canalizzare le risorse disponibili verso il *core business* dell'impresa e, in generale, assicurare una maggiore aderenza agli obiettivi aziendali.

Anche per gli *originator* bancari e finanziari la cartolarizzazione rappresenta una leva di *funding* alternativa, da utilizzare quando, a titolo di esempio, le condizioni di mercato o aspetti endogeni limitano le opportunità di finanziamento dell'intermediario. Le risorse in tal modo liberate possono essere destinate al mantenimento di un dato livello di impieghi o alla crescita e diversificazione degli stessi, con il fine ultimo di preservare o anche rafforzare i margini reddituali. Ciò vale soprattutto nell'ipotesi in cui l'*originator* si faccia carico dell'attività di *servicing*. In questo caso, l'intermediario cedente, a seguito della cartolarizzazione, disporrà di liquidità addizionale da poter reinvestire in operazioni di impiego sia con clienti nuovi che con quelli consolidati. Inoltre, ha un'incidenza positiva sulle strategie di *asset-liability management* incrementandone la dinamicità e facilitando, in ultima analisi, la gestione dei rischi (tra i quali il rischio di credito, che rappresenta la fattispecie con maggiore impatto). Tramite la liquidità acquistata l'intermediario può ricalibrare la propria struttura patrimoniale rimborsando passività o finanziando nuove attività. Queste ultime verranno selezionate in modo da ottenere una mitigazione dei vari profili di rischio imputabili alle poste cartolarizzate, rispetto alle quali, in linea generale, presenteranno un minor rischio di insolvenza, saranno più liquide e più coerenti con le fonti di raccolta, in termini di ammontare, scadenze, tassi e valuta. Ciò avviene, peraltro, a fronte dell'impiego di risorse (umane e monetarie) minori, rispetto ad altre tecniche di *risk management*. A livello organizzativo, il trasferimento dei crediti favorisce uno

snellimento delle strutture preposte alla gestione dei crediti, con un alleggerimento in termini di costi di entità variabile a seconda delle caratteristiche dei crediti ma, in ogni caso, di ammontare significativo. Infine, mediante lo smobilizzo di attivi, la cartolarizzazione consente di ridurre il valore del patrimonio di vigilanza e, dunque, i costi conseguenti al rispetto degli obblighi prudenziali.

Contrariamente ai benefici derivanti da questo tipo di operazioni sopra riportati, è opportuno anche evidenziarne i limiti e le criticità. Uno di questi è l'ammontare elevato di costi fissi, i quali, rendono sconveniente l'operazione, se finalizzata al trasferimento di *asset* nell'insieme di piccolo importo. Infatti, in alcune operazioni, è possibile che vi sia più di un *originator* (cartolarizzazioni c.d. *multi-originator*). L'aspetto caratterizzante consiste nel ricorso ad un veicolo precostituito (*multi-seller vehicle*) e gestito da un intermediario, che acquista crediti da una pluralità di cedenti. La logica a monte risiede nello sfruttamento di economie di scala, per favorire il ricorso alla cartolarizzazione anche da parte di *originator* di modeste dimensioni, e per cessioni di ammontare minore. La struttura di un *multi-originator* permette di ripartire i costi fissi su una pluralità di cedenti, limitandone l'incidenza su base unitaria nonché di cedere portafogli di dimensione ridotta, che non avrebbero una massa sufficiente a suscitare l'interesse di investitori istituzionali[32].

Fra le ulteriori motivazioni che possono indurre gli *originator* a fare ricorso all'istituto della cartolarizzazione, sono presenti le opportunità derivanti dall'arbitraggio regolamentare, che tuttavia sono fortemente ostacolate dalle autorità di regolamentazione e vigilanza a livello nazionale ed internazionale. Prima degli accordi di Basilea III, gli intermediari bancari, avevano la possibilità di cartolarizzare i propri crediti al solo fine di detenere gli articoli cartolarizzati all'interno dei propri bilanci, solamente perché questo determinava un minore requisito in termini di capitale di vigilanza.

Al di là degli *originator* finanziari e non, è possibile individuare vantaggi anche per gli investitori e per il sistema finanziario nella sua interezza. Escludendo i relativi rischi, l'operazione di *securitization* ha introdotto nuove opportunità di investimento con riguardo sia alla gamma di prodotti offerti sia alla maggiore stratificazione dei profili di rischio-rendimento degli impieghi, da cui deriva, dunque, una maggiore probabilità di raccordo tra le caratteristiche degli investimenti disponibili sul mercato e le preferenze dei prenditori di fondi.

In una prospettiva macroeconomica, la liberazione di liquidità amplia le possibilità di

[32] CORBO A., *op. cit.*, p. 39.

impiego degli intermediari ponendoli nella condizione di praticare costi minori per i finanziamenti prestati. Vi è infine un generale consenso[33] nel ritenere che la cartolarizzazione favorisca lo sviluppo dei mercati, alludendo in particolare, oltre che alla suddetta introduzione di nuovi strumenti finanziari, all'emersione di nuovi intermediari (o all'ampliamento delle funzioni di quelli preesistenti) e ad una maggiore ripartizione dei rischi entro il sistema o, in modo equivalente, minore concentrazione in un numero ristretto di intermediari[34]. Inoltre, possiamo osservare benefici di ordine economico generale anche per quelle operazioni poste in essere dallo Stato o enti pubblici, che hanno l'obiettivo di smobilizzare crediti contributivi arretrati. Il Governo italiano nella prima metà del 1999 avviò quello che fu il primo esempio di cartolarizzazione di crediti c.d. *delinquent,* attuata da un ente pubblico per aumentare le entrate correnti. Il Governo attraverso la costituzione di veicoli di diritto italiano ha avviato una cartolarizzazione di crediti insoluti vantati dall'INPS per contributi sociali, con l'emissione di titoli per 8000 miliardi di lire[35].

[33] CORBO A., *op. cit.*, p. 40.
[34] CORBO A., *op. cit.*, pp. 36-40.
[35] COLAGRANDE F., *op. cit.*, p. 16.

1.2. NPL e cartolarizzazioni

Nell'ultimo decennio i crediti deteriorati hanno rappresentato un fattore determinante ai fini della gestione degli istituti bancari e, per il loro tramite, per la ripresa dell'economia reale. Il significativo peggioramento negli anni passati della qualità degli impieghi in crediti, con una crescita esponenziale delle posizioni deteriorate nei bilanci delle banche, non solo ha comportato un impatto rilevante sul conto economico dei nostri istituti di credito ma ha anche determinato una serie di difficoltà sul fronte organizzativo a causa dell'enorme *stock* che le unità operative si sono trovate a dover gestire. Negli anni successivi all'emersione della crisi, i *non performing loans* delle banche italiane sono cresciuti a ritmo sostenuto raggiungendo, nel giugno del 2015, un picco di 200 miliardi di euro[36].

I dati riportati dalla Banca d'Italia a fine settembre del 2016, al netto degli arrotondamenti, evidenziano crediti deteriorati per 360 miliardi di euro (il 18,1% dei crediti vantati dalle banche nei confronti della propria clientela, svalutati in bilancio a 197 miliardi di euro), di cui crediti appostati a sofferenza per 210 miliardi di euro (il 10,6% dei crediti verso clienti, svalutati in bilancio a 87 miliardi di euro)[37]: cifre che esprimono in maniera evidente la crisi che caratterizza il nostro sistema economico e che fanno emergere con chiarezza la necessità di accordare sostegno alle imprese dando respiro, *in primis*, al mondo bancario[38].

I bilanci bancari sembrano non aver ancora risentito in misura significativa della crisi pandemica e dell'invasione russa dell'Ucraina, in quanto la consistenza dei crediti deteriorati ha continuato a diminuire[39]. Si è cercato, in linea generale, di non interrompere la tendenza positiva avviata nella dismissione degli NPL negli ultimi anni pur garantendo agli intermediari un certo grado di flessibilità in modo da contrastare gli effetti dell'emergenza sanitaria. Vi sono state misure a sostegno alla liquidità di imprese e famiglie tramite la concessione di moratorie (sia quelle legali che quelle promosse dalle banche individualmente o mediante associazioni di categoria) e garanzie pubbliche sui prestiti, da

[36] CORBO A., *op. cit.*, p. 45.
[37] BANCA D'ITALIA, Banche dati statistiche, https://www.bancaditalia.it, 2016.
[38] GINEVRA E., *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, in *Diritto Commerciale Interno e Internazionale,* G. Giappichelli editore, Torino, 2019, pp. 51-52.
[39] CORBO A., *op. cit.*, p. 48.

quelle di sostegno ai redditi delle famiglie e all'attività d'impresa, dalla politica monetaria espansiva della BCE. Infine, un contributo positivo è provenuto dal miglioramento, negli ultimi anni, dalla condizione finanziaria delle imprese italiane, dai sostanziali progressi compiuti dagli intermediari in relazione alla gestione dei crediti anomali e dallo sviluppo che, negli ultimi cinque anni, ha caratterizzato il mercato secondario di questi attivi[40]. Ciò nonostante, l'impatto della pandemia è stato forte al punto da attendersi per i prossimi anni una crescita degli NPL compresa tra i 60 e i 100 miliardi a seconda dello scenario macroeconomico.

Infatti, va rilevato che la manifestazione dei crediti deteriorati è fisiologicamente posticipata rispetto a periodi di difficoltà dell'economia. Inoltre, il ricorso alle moratorie rappresenta, rispetto al problema in esame, un mero palliativo dovendo le banche rafforzare i processi per la gestione del rischio[41].

Una così grande attenzione è motivata dall'attitudine dei crediti deteriorati a ledere l'operatività degli intermediari finanziari (soprattutto quelli bancari) provocando in vario modo ripercussioni sull'economia reale. La questione interessa la gestione bancaria sotto diversi aspetti. A livello di rappresentazione contabile, per esempio, gli NPL sono riportati in bilancio al netto degli accantonamenti e il loro valore rappresenta *l'expected recovery value*. Esso è il valore recuperabile dato dai flussi di cassa attesi al netto dei relativi costi da sostenere secondo il *business plan* predisposto dalla banca e attualizzati al tasso contrattuale originario dei finanziamenti. Nel caso di crediti assistiti da garanzie ipotecarie, il piano, deve anche contenere previsioni sui tempi di sviluppo delle procedure e soprattutto in ordine al prezzo di vendita giudiziale delle garanzie immobiliari[42]. Inoltre, il principio contabile IFRS 9, fondato su una logica di tipo *forward looking*, ha ulteriormente incentivato l'adozione di strategie di *de-risking* da parte delle banche. Si allude, nello specifico, al passaggio ad un modello di rilevazione delle perdite di tipo *expected*, cioè incentrato sul concetto di perdita attesa oltre che sul monitoraggio nel tempo del rischio di credito associato ad una posizione. Ne deriva, un incremento degli accantonamenti per perdite su crediti (dunque costi) con la conseguente riduzione dei margini reddituali per le banche. Ciò vale, a maggior ragione, per i crediti deteriorati il cui riconoscimento

[40] BANCA D'ITALIA*, Considerazioni finali del governatore*, Relazione annuale Roma, 2021, *citato in* CORBO A., *op. cit.*, p. 48.
[41] CORBO A., *op. cit.*, p. 49.
[42] Si tratta dei c.d. *Judicial Value* (JV): dipendono dalla valutazione di mercato dell'immobile, alle rigidità e tempistiche della vendita in ambito coattivo, alla tipologia della procedura esecutiva, alla localizzazione e al mercato di riferimento, cit. in CORBO A., *op. cit.*, pp 50.

(basato sul quadro definito dall'EBA) comporta regole di classificazione più severe.
Nello specifico, i crediti deteriorati (NPL) che, in quanto classificati nel c.d. Stadio 3, al pari di quelli ricompresi nello Stadio 2, richiedono che gli accantonamenti siano determinati sulla base delle perdite attese sull'intera vita residua del finanziamento. Inoltre, si assumerà che la probabilità di default sia pari al 100% e, anche in caso di ritorno *in bonis*, è preclusa ogni possibilità di riclassificare tali poste in Stadio 1.
Quindi, la gestione di questa tipologia di crediti richiede di valutare in modo continuativo la coerenza e la correttezza delle classificazioni, la congruità degli accantonamenti e delle rettifiche e l'adeguatezza del processo di recupero con la correlata necessità di assicurare la corretta valutazione del grado di irrecuperabilità dell'esposizione deteriorata. A prescindere dalla soluzione operativa adottata dalla banca, il grado di efficienza con cui ha luogo il processo di gestione e recupero incide sul suo equilibrio economico e patrimoniale. In tal senso, l'obiettivo deve essere quello di massimizzare il valore di recupero, minimizzandone al contempo tempi e costi. Purtroppo, la gestione degli NPL da parte delle banche italiane, soprattutto nel recente passato, è stata caratterizzata da un insieme di criticità:

- gestione spesso indifferenziata e non specializzata (incremento dei costi);
- capacità produttiva inadeguata a gestire lo *stock* di attività deteriorate e limitata capacità di focalizzazione sulle pratiche con *target* di recupero più elevati;
- limitati strumenti di monitoraggio delle *performance*;
- difficoltà nelle capacità previsionali;
- sistemi informativi non sempre idonei a supportare l'operatività;
- eccessiva lunghezza delle procedure di recupero crediti con particolare riferimento alle procedure esecutive immobiliari.
- elevata focalizzazione sugli aspetti legali del contezioso;
- indisponibilità o scarso utilizzo di meccanismi di escussione stragiudiziale quali il patto marciano e le vendite stragiudiziali[43].

Sulla base delle suddette criticità il ricorso al mercato secondario è diventato nel tempo la soluzione più diffusa, soprattutto tramite la cartolarizzazione.
Quando il sottostante della *securitization* si configura in crediti deteriorati, l'operazione

[43] Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, Audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, febbraio 2021, cit. in CORBO A., *op. cit.*, p. 53.

si presta al perseguimento di una finalità più specifica e in parte diversa rispetto alla generica esigenza di aumentare il grado di liquidità dell'attivo. Come si può constatare, gli NPL impegnano le banche sotto il profilo gestionale (oneri legati alla componente del contenzioso legale, al personale e, in generale, al monitoraggio delle posizioni) e operativo (riducendo il coefficiente di solvibilità ai fini prudenziali limitando la capacità di erogare credito).

Per quanto riguarda il mercato italiano, il compimento di operazioni di cartolarizzazione ha ricevuto un forte impulso a seguito dell'introduzione della GACS. Si tratta di uno strumento che il Tesoro mette a disposizione degli operatori del credito e della finanza per favorire lo smaltimento delle sofferenze bancarie, prestando una garanzia agli operatori che ne fanno richiesta. Lo Stato garantisce soltanto le *tranche senior* delle cartolarizzazioni, cioè quelle più sicure, che sopportano per ultime le perdite derivanti da recuperi sui crediti inferiori alle attese (difatti non è possibile procedere al rimborso delle *tranche* più rischiose, se non si è prima rimborsato integralmente le *tranche senior* garantite dallo Stato). Il prezzo della garanzia è di mercato, come riconosciuto anche dalla Commissione Europea, che concorda sul fatto che lo schema non contempli aiuti di Stato distorsivi della concorrenza[44]. La GACS era stata inizialmente introdotta dal Governo italiano nel 2016 per incentivare le banche a smobilizzare le loro esposizioni deteriorate pur mantenendo attiva la loro funzione creditizia. Stando alle analisi condotte da PWC tra il 2015 e il 2018 più di 190 miliardi di euro di NPL lordi sono stati oggetto di operazioni di cessione; fra queste all'incirca 63 miliardi (circa il 35% delle operazioni inerenti agli NPL) sono state perfezionate tramite cartolarizzazione con GACS. In ragione di questi numeri ottenuti, e con l'approvazione dell'Unione Europea, nel marzo del 2019 il Governo ha disposto un'estensione della GACS per 24 mesi, successivamente prorogato per ulteriori 12 mesi, fino a giugno del 2022. Alle proroghe si sono accompagnate delle modifiche della disciplina, dirette in via generale alla riduzione del rischio a carico dello Stato e per fornire maggiori incentivi ai *servicer* nell'attività di recupero rafforzando il collegamento tra la loro remunerazione e le performance conseguite.

[44] MEF, La Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS), 2016, www.mef.it, cit. in CORBO A., *op. cit*., p. 56.

Possiamo quindi rilevare che tutte le maggiori banche italiane hanno fatto ampio ricorso alle GACS dal 2016. Al dicembre 2021, risultavano 39 cartolarizzazioni assistite dalla GACS per un valore complessivo di circa 96 miliardi. Sebbene la maggior parte delle operazioni evidenzino livelli di recupero in linea con il *business plan*, molte di queste presentano ritardi rispetto alle previsioni effettuate.

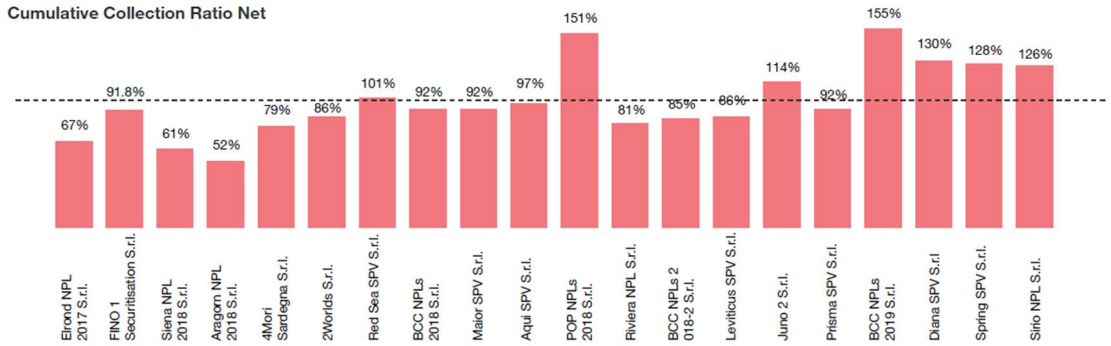

Figura 3: Rapporto fra recuperi effettivi e recuperi attesi[45]

Possiamo concludere affermando che la cartolarizzazione in questo caso sia integrata in una strategia di più ampio respiro, il cui fine ultimo consiste nell'ottenimento del maggior valore possibile dei crediti ceduti[46].

[45] PWC, *The Italian NPL Market: Transformation at Work*, 2021.
[46] CORBO A., *op. cit.*, pp. 45-61.

2 Le Fonti della disciplina alla cartolarizzazione

Si ritiene ormai che lo sviluppo del sistema finanziario sia condizione necessaria, anche se non sufficiente, per la crescita dell'economia reale e che le innovazioni finanziarie abbiano spesso contribuito a innescare cicli di crescita sostenuta in specifici settori produttivi o aree geografiche[47].

La Banca d'Italia, convinta degli stretti legami esistenti tra diritto, sistema finanziario e sviluppo economico, ha sostenuto e stimolato assetti più efficienti nel sistema finanziario italiano attraverso le sue specifiche funzioni.

In questo contesto si inserisce l'introduzione della legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione, la quale costituisce un ulteriore tassello nel processo di modernizzazione del sistema finanziario italiano, chiamato ad affrontare le sfide poste dalla globalizzazione e dall'unione monetaria europea.

La legge 130 ha rimosso gli ostacoli che si frapponevano alla diffusione della cartolarizzazione nel nostro sistema e ne ha disciplinato l'applicazione. Si è così assecondata la tendenza al graduale spostamento dell'attività finanziaria dagli intermediari ai mercati, agevolando l'avvicinamento tra i sistemi banco-centrici dell'Europa con la struttura prevalente negli USA e Regno Unito[48].

La nuova legge sulle cartolarizzazioni mette a disposizione del mercato un procedimento per "fabbricare" titoli con il profilo di rischio desiderato. Essendo in capo al veicolo, la possibilità di emettere titoli (ABS), con diversi livelli di subordinazione (*tranching*) fa sì che ogni emissione possa essere calibrata, quanto a rischio e rendimento, sulla base della domanda che si manifesta sul mercato in quel momento[49].

Le operazioni di cartolarizzazione in Italia prima della L. 130/99

La cartolarizzazione ha avuto applicazione nel mercato italiano anche prima dell'entrata in vigore della legge 130. Diversi operatori, tra cui banche e imprese finanziarie e non, vi

[47] TOYE J., *Financial Structure and Economic Development*, London, 1994, cit. in P. Ferro-Luzzi, *La Cartolarizzazione: Commento alla legge n.130/99*, Giuffré Editore, Milano, 2005 p. 3.
[48] FERRO-LUZZI P., *La Cartolarizzazione: Commento alla legge n.130/99*, Giuffré Editore, Milano, 2005, p. 4.
[49] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, pp. 3-5.

hanno infatti fatto ricorso tra il 1994 e il 1999. Nonostante il numero fosse modesto (nell'ordine di una decina), come pure l'ammontare dei titoli emessi (circa 5 mld. di lire), già all'epoca apparve evidente la mole di attività che poteva essere trasferita alla società veicolo (SPV) nonché ai vantaggi che l'operazione offriva ai cedenti in termini di liberazione del capitale regolamentare per le banche, di miglioramento degli indici di bilancio, di gestione della rischiosità del portafoglio prestiti e di reperimento di ulteriori e meno costose fonti di provvista. In mancanza di una disciplina nazionale in materia, le operazioni erano organizzate avvalendosi di schemi giuridici di diritto estero. Ciò determinava il ricorso a modelli contrattuali complessi. Al contempo, emerse che il ricorso a normative estere, per operazioni già di per sé complesse, accrescevano il livello fisiologico del rischio giuridico connesso con le emissioni, riflettendosi inevitabilmente sia, sul grado di apprezzamento della struttura da parte del mercato, sia sul costo dell'emissione[50].

Gli obiettivi del legislatore dietro l'introduzione della legge n. 130/1999

In un contesto complesso già per sua natura, in cui versava il mercato italiano delle cartolarizzazioni negli anni 90, con l'introduzione della legge 130, il legislatore puntò al perseguimento dei seguenti obiettivi:

- rimuovere gli impedimenti normativi che limitavano l'utilizzo delle cartolarizzazioni con il fine ultimo di colmare il divario competitivo presente con gli operatori esteri del settore;
- attribuire un sufficiente grado di duttilità alla normativa in modo da preservare uno spazio sufficiente per l'autonomia negoziale.

Sotto il primo profilo, negli anni immediatamente successivi all'introduzione della legge n.130/1999, si è registrata una fortissima crescita nei volumi delle operazioni (con un incremento del 181% fra il 2000 e 2001) la maggior parte delle quali era, peraltro, posta in essere da intermediari bancari. In termini di competitività, il mercato delle ABS italiane si è affermato nella prima metà degli anni duemila come il secondo in Europa per volume di emissioni.

Riguardo al secondo aspetto, la flessibilità nella costruzione contrattuale delle operazioni è risultata determinante nel favorire lo sviluppo di cui sopra[51]. Tale flessibilità la si può

[50] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, pp. 49-52.
[51] CORBO A., *op. cit.*, p. 66.

considerare manifesta, anche grazie alla varietà di operazioni realizzate, dove la tipologia di crediti ceduti non si è limitata ai prestiti bancari ma ha riguardato anche obbligazioni e crediti originati da società finanziarie, imprese industriali, enti pubblici e assicurazioni. Infatti, la tipologia di crediti cartolarizzabili che non è oggetto di un'elencazione tassativa[52].

2.1 La legge 30 aprile 1999, N.130

La legge 30 aprile 1999, n. 130 intitolata «Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti» si compone di un numero limitato di articoli, sette, i quali definiscono: l'ambito di applicazione, i soggetti coinvolti, le modalità operative, gli obblighi a cui sono sottoposti a livello prudenziale, contabile e fiscale.

Articolo 1 – ambito di applicazione e definizioni.

Dal comma 1 dell'articolo in esame, si può evidenziare innanzitutto, un richiamo, al momento centrale dell'operazione[53], cioè la cessione di crediti. La norma evidenzia come la cessione debba avvenire «a titolo oneroso», componente *economica* necessaria, per sostenere il fine ultimo dell'operazione, cioè la trasformazione in titoli dei crediti, e la loro successiva emissione nel mercato dei capitali. Si evidenzia inoltre come, se si tratti di una pluralità di crediti, si richiede che questi siano «individuabili in blocco». A tal proposito, si ritrova una maggiore chiarezza in due provvedimenti applicativi, rispettivamente, all'art. 58 del Testo Unico Bancario e dalla legge sulla cartolarizzazione in esame. L'art. 58 TUB definisce, rapporti giuridici individuabili in blocco come «i crediti, i debiti e i contratti che presentano un comune elemento distintivo»[54]; mentre la legge sulla cartolarizzazione ha stabilito, che per crediti individuabili in blocco si intende "l'insieme di crediti pecuniari individuabili sulla base di criteri predeterminati e tali da assicurare l'omogeneità giuridico-finanziaria degli stessi"[55]. In questo contesto, la definizione adottata ai sensi della l. n. 130/99, fa un passo avanti[56], esplicitando ciò che ancora mancava nel

[52] Cfr. CORBO A., *op. cit.*, p. 66; v. anche FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 7.
[53] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 139.
[54] ISTRUZIONI DI VIGILANZA PER LE BANCHE, Titolo III, Cap. 5, sez. 3, Banca d'Italia, 1999.
[55] DECRETO DEL MINISTRO DEL TESORO, 4 aprile 2001, art. 2, lett. g).
[56] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 145.

provvedimento attuativo dell'art. 58 TUB. Infatti, viene espressa l'esigenza che i criteri siano adottati al fine di "assicurare" un risultato.

Nel comma 1 si puntualizza infine, che la suddetta «cessione a titolo oneroso» dovrà avere ad oggetto «crediti pecuniari presenti o futuri». Ciò ha posto l'attenzione sull'interpretazione dei "crediti futuri" e, per venire in contro alle difficoltà sorte in materia[57], il Tesoro è intervenuto con un Decreto Ministeriale il 4 aprile del 2001, definendo, crediti futuri come «i crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell'attività del cedente». Infine, proseguendo, la normativa evidenzia come la cessione debba avvenire a favore di una società di intermediazione finanziaria, la SPV (descritta poi nell'art. 3), la quale dovrà provvedere, direttamente o tramite un terzo soggetto, a collocare i titoli sul mercato per ricavare quanto necessario per far fronte al pagamento del corrispettivo della cessione e delle spese dell'operazione.

Articolo 2 – Programma dell'operazione

Questo articolo contiene un'articolata descrizione dell'operazione, individuando in prima battuta la natura giuridica dei titoli attraverso i quali viene compiuta l'operazione. Infatti, questi potrebbero essere confusi o assimilati a dei titoli obbligazionari, in quanto, a seguito dell'emissione, i sottoscrittori (al pari di un'obbligazione classica), corrispondono alla società emittente una somma di denaro che hanno diritto di vedersi restituita, per capitale e interessi, grazie ai flussi di cassa generati dal portafoglio ceduto[58]. La possibilità però, di qualificare i titoli in esame come obbligazioni viene esclusa, in quanto la legge dichiara inapplicabili[59] gli artt. 2410-2420 del C.C., e sia perché, la società emittente non risponde nei confronti dei sottoscrittori con tutto il proprio patrimonio, bensì, con il solo attivo formato dai crediti acquisiti all'interno della singola operazione di cartolarizzazione[60].

Viene previsto un obbligo di informazione degli investitori cui è diretta l'offerta di questi titoli attraverso un prospetto informativo, il quale, a sua volta contiene una dettagliata descrizione di tutte le fasi dell'operazione e i soggetti che vi partecipano. Con particolare riferimento agli investitori finali, questi vengono distinti in base alla loro natura:

[57] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 153.
[58] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 167.
[59] LEGGE 30 APRILE 1999, N. 130, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti,* art. 5, comma 2.
[60] RUCELLAI C., *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. Comm*., Milano, 1999, I, p. 415.

investitori non professionali o investitori professionali. Per coloro che rientrano nella categoria di investitori professionali segue quanto previsto dal comma 3.
Proseguendo al comma 2, viene precisato che a redigere il prospetto sarà la società cessionaria o la società emittente i titoli, se diversa dalla cessionaria[61].
Al comma 3 viene enunciato, in modo molto più dettagliato il contenuto del prospetto informativo, a favore, come segnalato in precedenza, degli investitori classificati come professionali. Vengono citati, in primo luogo a tutti i soggetti partecipanti (cedente, cessionario, emittente dei titoli, collocatore, *servicer*, eventuali finanziatori o garanti e altri).
Nel comma 4 invece, viene sottolineato che, se i titoli vengono offerti ad investitori non professionali, il prospetto non è richiesto, ma è necessario un intervento da parte di un operatore terzo (società di *rating*) per valutare il merito di credito del credito o dei crediti ceduti. Attraverso un'analisi del rischio delle emissioni, e, con una successiva valutazione (il *rating*), si andrà a facilitare la decisione dell'investitore circa la sottoscrizione dei titoli, a seconda del *rating* che verrà attribuito. Infine, al comma 5 viene specificato che la CONSOB, stabilisce i criteri di indipendenza della società di *rating*, e gli obblighi informativi ad essa preposti per eventuali rapporti esistenti con i vari partecipanti della cartolarizzazione.

Articolo 3 – Società per la cartolarizzazione dei crediti

All'art. 3 della legge 130/99 è contenuta la disciplina della società veicolo, la quale si occupa di salvaguardare, in *primis,* l'interesse degli investitori, attraverso:

- l'esclusività dell'oggetto sociale;
- la costituzione di un patrimonio separato rispetto a quello del veicolo e quello originato da altre operazioni in essere.

Tramite l'istituzione di questo soggetto si intuisce come il legislatore volesse, da un lato, assicurare un regime di separazione patrimoniale e, dall'altro, che ciò avvenisse al minor costo possibile[62]. Isolare una parte del patrimonio sociale (crediti acquistati e i flussi di cassa da essi derivanti) e vincolarla al perseguimento di finalità specifiche (cioè al rimborso delle ABS) rappresenta, oltre che, come citato prima, un presidio a tutela degli investitori, rappresenta anche, un incentivo in termini di interesse verso questo tipo di

[61] Art. 2, comma 2, l. n. 130/1999.
[62] CORBO A., *op. cit.*, p. 84.

operazioni. Per quanto concerne la separatezza patrimoniale, questa, poteva essere raggiunta anche mediante figure societarie di diritto comune, nella fattispecie, con il regime della responsabilità limitata (che il nostro ordinamento attribuisce alle società di capitali) e sarebbe stato sufficiente per ottenere i medesimi effetti. Tuttavia, lo stesso non sarebbe stato per il tema dei costi, in quanto avrebbe comportato una maggiorazione notevole di quest'ultimi. Infatti, l'attività del veicolo (che, nella sua essenza, si esaurisce nell'acquisto di crediti e nell'emissione di titoli) è nella sostanza riconducibile ad una forma di intermediazione finanziaria e, come tale, assoggettabile alla disciplina del titolo V del TUB in termini di patrimonializzazione minima. La portata del problema si misura nel fatto che tali maggiori costi avrebbero disincentivato il compimento di operazioni di cartolarizzazione in Italia, minando la competitività del mercato domestico a beneficio di quello estero.

È previsto inoltre, che il veicolo debba avere ad oggetto esclusivo «la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione»[63].

L'esclusività dell'oggetto sociale, unitamente alla separatezza patrimoniale, serve ad impedire al veicolo di realizzare altre attività (imprenditoriali e finanziarie) che comportano l'assunzione di obbligazioni estranee all'attività di cartolarizzazione, con l'obiettivo ultimo di minimizzare le probabilità di fallimento[64]. Le SPV sono state previste quindi, con una logica "funzionale", cioè soggetti che devono assicurare un unico fine, cioè la segregazione patrimoniale, e devono farlo al minor costo possibile[65]. Il veicolo finisce così per avere una natura e funzione meramente giuridico-strumentale, cioè quella di assicurare il distacco definitivo della massa dei crediti dall'*Originator*[66].

Articolo 4 – Modalità ed efficacia della cessione

L'articolo 4 fa riferimento agli effetti della cessione dei crediti nei confronti del debitore, dei terzi e del fallimento del debitore ceduto e del cedente. Al comma 1 si enuncia che per le cessioni effettuate in relazione ad operazioni di cartolarizzazione ai sensi della legge n. 130/99, «si applicano le disposizioni contenute nell'art. 58, commi 2, 3 e 4, del Testo unico bancario»[67]. Questo significa che si consente al cessionario di rendere la

[63] Art. 3, comma 1, l. n. 130/1999.
[64] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, pp. 247-264.
[65] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 249.
[66] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 264.
[67] Art. 4, comma 1, l. n. 130/1999.

cessione opponibile nei confronti dei debitori ceduti dandone notizia mediante pubblicazione in Gazzetta Ufficiale. Il vantaggio più immediato è che tutte le garanzie inerenti ai crediti conservano la loro validità e grado a favore del cessionario, senza bisogno di formalità ulteriori[68]. Trattasi quindi di una forma di pubblicità legale la cui efficacia prescinde dall'effettiva conoscenza dei soggetti interessati in merito all'operazione[69]. Al comma 2 è previsto che, dalla data di pubblicazione in G.U. della notizia dell'avvenuta cessione, la cessione è opponibile a due categorie, gli aventi causa del cedente e i creditori del cedente (oltre che ai debitori ceduti, secondo quanto previsto dal comma 1).
L'articolo prosegue con il comma 3, dove si sottrae alla disciplina della revocatoria fallimentare i pagamenti dei debitori ceduti e gli atti compiuti in esecuzione della cartolarizzazione, al fine di garantire certezza e stabilità all'operazione, fatta eccezione per l'ipotesi di dolo. Infine, al comma 4 è previsto che, le somme incassate nell'ambito della cartolarizzazione costituiscono patrimonio separato, destinato esclusivamente al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli e degli altri creditori dell'operazione

Articolo 5 – Titoli emessi a fronte dei crediti acquistati

Il comma 1 prevede che, all'emissioni di titoli effettuate nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione, «si applicano gli articoli 129 e 143 del Testo unico bancario»[70]. L'art 129 TUB prevede che, l'emissione di strumenti finanziari deve formare oggetto di semplice informativa (e non più autorizzazione come nella formulazione precedente a quella introdotta nel luglio del 1996). La Banca Italia pone l'emissione di titoli ad una particolare forma di controllo sui flussi finanziari. Ad esempio, la Banca Italia potrà prendere dei provvedimenti di differimento, con riferimento ai profili quantitativi dell'emissione e offerta in Italia di strumenti finanziari esteri, oppure dei provvedimenti di divieto, in relazione alle caratteristiche dei titoli.
Al secondo articolo si esclude, in primo luogo, l'applicabilità dell'art. 11 TUB, cioè il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico a soggetti diversi dalle banche. La *securitization* comporta un'offerta presso il pubblico di titoli, il cui collocamento determina un'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso[71]. Infine, viene citata la non applicabilità

[68] BONTEMPI P., *op. cit.*, p. 157.
[69] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, p. 281.
[70] Art. 5, comma 1, l. n. 130/1999.
[71] BONTEMPI P., *op. cit.*, pp. 170-185.

degli articoli 2410 e 2420 del C.C., che disciplinano l'emissione di obbligazioni e obbligazioni convertibili in azioni.

Articolo 6 – Disposizioni fiscali e di bilancio

I primi due commi esaminano due aspetti dell'operazione di cartolarizzazione, che sono:

- il regime fiscale dei titoli emessi dalla società veicolo, dove il regime di imposizione diretta dei titoli viene ricondotto a quello previsto per le obbligazioni delle società quotate e, di conseguenza, non più sottoposto al regime dei titoli atipici (con ritenuta del 27%) ma all'applicazione della ritenuta del 12,5% sugli interessi prodotti[72] e;
- l'estensione del regime di imposta sostitutiva applicabile ai crediti a medio e lungo termine originati dalle banche.

Il terzo e quarto comma fanno riferimento alla disciplina contabile e fiscale, riguardante le diminuzioni di valore degli attivi ceduti, le attività a copertura delle operazioni di cartolarizzazione e le garanzie rilasciate alla società veicolo e ai relativi accantonamenti. Infine, gli ultimi due commi disciplinano l'impatto sui conti pubblici dell'introduzione della disciplina fiscale di cui ai precedenti commi, in termini di minore entrate dello Stato[73].

Articolo 7 – altre operazioni

Il presente articolo intende estendere quanto previsto dagli articoli precedenti in termini di operatività, a due fattispecie diverse tra loro. Alla lettera a) abbiamo un'operazione diversa dalla *securitization*, in quanto non è caratterizzata dalla cessione dei crediti (vero fulcro della cartolarizzazione classica) che vengono poi cartolarizzati. Prende il nome di *subpartecipation* (conosciuta nel mondo finanziario anglosassone[74]), e consiste nella concessione di un finanziamento all'*originator* da parte della SPV, il tutto a fronte dell'emissione dei titoli. Il rimborso del finanziamento è contrattualmente dipendente dal pagamento da parte dei debitori ceduti, i quali se pur correlati ai titoli emessi dalla SPV, restano di proprietà dell'*originator*. Alla lettera b) invece, si fa riferimento ad una

[72] PROTO C., *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il Fallimento,* 1999.
[73] FERRO-LUZZI P., *op. cit.*, pp. 360-439.
[74] BONTEMPI P., *op. cit.*, p. 213.

particolare modalità di attuazione della cartolarizzazione e cioè quella in cui la funzione di cessionario viene svolta, non da una SPV, ma da un fondo comune di investimento.

2.1.1 Le recenti evoluzioni del quadro normativo

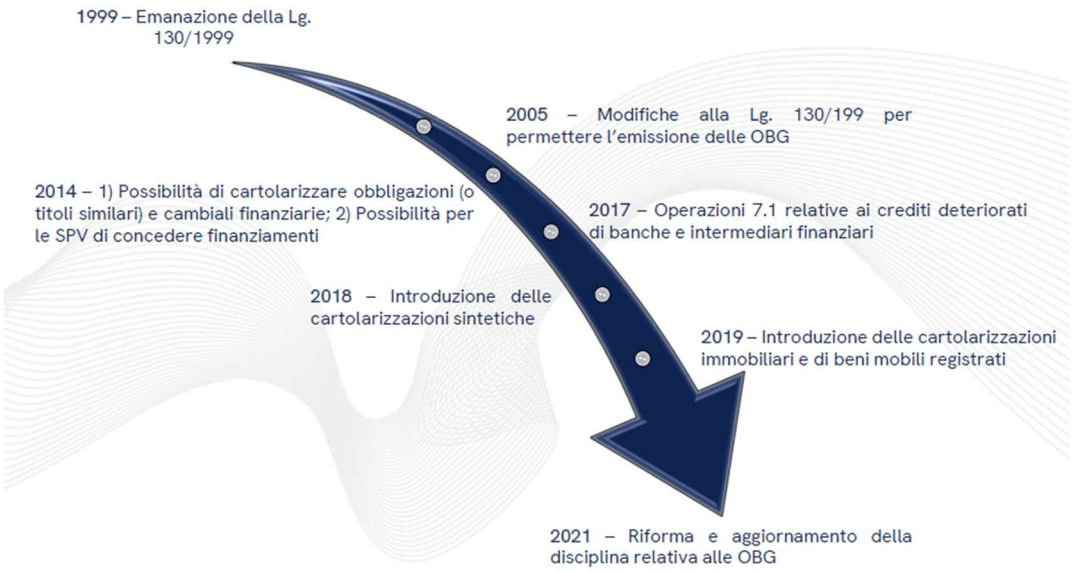

Figura 4: evoluzione del mercato delle cartolarizzazioni in italia[75].

Con la legge n. 130/99 il legislatore ha implementato diversi provvedimenti: tra i più significativi abbiamo la legge n. 96/2017 che, con l'introduzione dell'art 7.1 della legge n. 130/1999, ha introdotto una disciplina specifica sulle cartolarizzazioni NPL. Ulteriore novità apportata all'articolo 7.1 è la legittimazione della *Real estate owned company* (ReoCo), cioè una o più "società veicolo d'appoggio" costituite, a valle di un operazione di cartolarizzazione, sotto forma di società di capitali e aventi come oggetto esclusivo la funzione di «acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo della cartolarizzazione, i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione compresi i beni oggetto di locazione finanziaria …»[76]. Di fatto si va ad ampliare l'ambito della disciplina

[75] Materiale aziendale interno, Banca Finint S.p.A., 2024.
[76] Art. 7.1, comma 4, l. n. 130/1999.

sulla cartolarizzazione che, in origine, si limitava alla sola cessione del credito[77]. A livello operativo le ReoCo acquisiscono i suddetti beni con lo scopo di valorizzarli sia a vantaggio della società veicolo, che del debitore ceduto, il quale può beneficiare di una maggiore esdebitazione. Le somme ottenute nell'ambito della gestione di quanto sopra, sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi dalla SPV e al pagamento dei costi operativi, e rappresentano inoltre, patrimonio separato da quello delle ReoCo stesse, così da non poter essere esperite azioni da parte dei creditori diversi dalla SPV.

Altra importante novità, introdotta successivamente all'articolo di cui sopra, è stata l'introduzione dell'art. 7.2 della legge n. 130/1999 ad opera del decreto-legge n. 34/2019, cosiddetto "decreto crescita". Questo nuovo provvedimento ha esteso l'ambito applicativo delle operazioni di cartolarizzazione ai beni immobili acquisiti dalla società veicolo anche a seguito dell'escussione delle garanzie, prevedendo che tali beni costituiscano patrimonio separato e siano destinati esclusivamente al soddisfacimento dei diritti dei *noteholders* e al pagamento dei costi dell'operazione[78].

La *Securitisation Regulation* – (UE) 2017/2402

In una fase antecedente alla crisi finanziaria, le operazioni di cartolarizzazione sono state spesso utilizzate in modo distorto dagli operatori di mercato i quali, attraverso strutture particolarmente complesse, hanno agito con un livello di trasparenza insufficiente, riducendo la capacità di valutazione del rischio insito in tali operazioni[79]. Anche alcuni soggetti chiave, quali le agenzie di *rating*, non hanno svolto in modo adeguato la funzione loro attribuita, venendo meno al ruolo di presidio prudenziale volto ad assicurare uno sviluppo ordinato delle cartolarizzazioni in vista del rimborso dei titoli agli investitori. I fallimenti di mercato che ne sono derivati risultano tuttora percepibili nei loro effetti.

Le principali legislazioni hanno reagito a tali disfunzioni mediante interventi progressivi ma calibrati, pervenendo all'elaborazione di un nuovo assetto fondato, da un lato, sulla previsione di cartolarizzazioni semplici e sicure e, dall'altro, sul rafforzamento dei presidi

[77] CORBO A., *op. cit.*, p. 72.
[78] SCIARRONE ALIBRANDI A., *La nuova disciplina delle cartolarizzazioni immobiliari,* in *Riv. dir. banc.*, Roma, 2019, pp. 5-12.
[79] DE GIOIA CARABELLESE P., *Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate: dallo shadow banking al techno banking*, in *Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture,* Cacucci Editore, Bari, 2020, p. 221.

di gestione del rischio, in particolare attraverso l'obbligo di adeguata *due diligence* e il mantenimento di una quota di rischio in capo agli operatori coinvolti (*risk retention requirement*). Negli ultimi anni si è assistito a un'intensa produzione normativa che, nell'ordinamento dell'Unione europea, ha condotto a un quadro regolamentare oggi particolarmente stringente. Gli enti vigilati che realizzano operazioni di cartolarizzazione sono, infatti, tenuti al rispetto di rigorosi requisiti prudenziali, improntati a criteri di sensibilità al rischio, con l'obiettivo di garantire che i rischi assunti siano adeguatamente assorbiti dai requisiti patrimoniali delle istituzioni finanziarie.
L'attuale disciplina europea in materia di cartolarizzazioni si inserisce, in definitiva, in un più ampio processo di riconsiderazione del settore bancario a livello globale[80].

Facendo seguito a quanto sopra, nel 2017 il parlamento europeo ha approvato il cosiddetto "Regolamento Cartolarizzazioni"[81], in vigore dal gennaio 2019 con l'obiettivo di armonizzare un quadro normativo a tutti i paesi dell'Unione Europea. Il maggior contributo[82] della normativa consiste nella nuova definizione di *securitisation* che rispetta parametri di semplicità, trasparenza e standardizzazione, con le cosiddette Cartolarizzazioni STS, di cui si avrà un ampio approfondimento nel prossimo capitolo.
La volontà del legislatore, con l'introduzione del sopra citato regolamento, era quella di incentivare il compimento di un'attenta valutazione, anche dal punto di vista giuridico, dell'investimento, assicurando che il rischio assunto fosse adeguato e consapevole. Per questo motivo, vengono posti (agli investitori istituzionali) obblighi di *due diligence*, sia prima che dopo aver investito, in posizioni verso la cartolarizzazione. Viene inoltre confermato il *retention requirement* sui titoli emessi dalla SPV, inteso come un presidio volto a garantire un livello minimo di qualità del portafoglio cartolarizzato e, in ultima analisi, dell'emissione ad esso collegata.

L'investitore, in questa prospettiva, è chiamato a svolgere una serie di verifiche sostanziali, tra cui:

- accertare che il cedente originario abbia adottato criteri solidi e ben definiti per l'approvazione, la modifica, il rinnovo e il finanziamento dei crediti;
- verificare il rispetto del *retention requirement*, ossia che il cedente mantenga un

[80] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 222-223.
[81] Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017.
[82] CORBO A., *op. cit.*, p. 74.

interesse economico netto continuo non inferiore al 5%;
- controllare che il cedente, il promotore o la SPV abbiano messo a disposizione le informazioni richieste dal Regolamento 2017/2402;
- valutare i rischi complessivi dell'operazione sia sotto il profilo qualitativo (degli attivi cartolarizzati), sia sotto il profilo strutturale dell'operazione.

Gli obblighi successivi, posti in capo agli investitori mirano ad assicurare un monitoraggio continuo delle operazioni di cartolarizzazione, e sono volti a verificare il mantenimento delle condizioni valutate in fase iniziale e la *performance* dei titoli emessi e degli *asset* sottostanti. In particolare, l'investitore deve:

- dotarsi di procedure scritte, adeguate e proporzionate al profilo di rischio dell'operazione, idonee a consentire il controllo delle principali caratteristiche degli attivi, quali: la tipologia dell'esposizione, i livelli di arretrato, tassi di inadempienza e di rimborso anticipato, andamento dei recuperi, modifiche contrattuali, sospensioni dei pagamenti, nonché il tipo e il valore delle garanzie reali e le metriche di merito creditizio, la diversificazione geografica e di settore;
- svolgere *stress test* coerenti con la tipologia di cartolarizzazione in essere, con particolare attenzione ai flussi di cassa e al valore delle garanzie sottostanti;
- formulare adeguati flussi di segnalazione interna, verso i propri organi amministrativi e dimostrare, ove richiesto dalle autorità competenti, di disporre di una visione complessiva e accurata della cartolarizzazione e dei rischi ad essa connessi.

Infine, la normativa introduce un complesso di disposizioni di natura amministrativa volto a rafforzare gli obblighi di comunicazione in capo ai partecipanti dell'operazione, prevedendo anche l'istituzione di un regime sanzionatorio applicabile in caso di inosservanza di tali obblighi. A ciò si affianca la creazione di una sorta di albo europeo, nel quale sono registrate le operazioni che rispettano i criteri di semplicità, trasparenza e standardizzazione.

Gli NPL alla luce della *Securitisation Regulation*

Con specifico riferimento alle cartolarizzazioni di NPL, gli interventi normativi hanno

inciso sul CRR introducendo un trattamento prudenziale ad *hoc* per le cartolarizzazioni aventi ad oggetto esposizioni deteriorate. Tale intervento è volto ad evitare che la disciplina prudenziale costituisca un ostacolo allo sviluppo del mercato di questa particolare tipologia di operazioni, senza tuttavia trascurare i potenziali incentivi all'arbitraggio regolamentare cui potrebbero essere esposti taluni intermediari[83].

Il nuovo quadro normativo prevede, in particolare:
– per i titoli *senior*, l'applicazione, al ricorrere di determinate condizioni[84], di un fattore di ponderazione fisso pari al 100%;
– la possibilità, per gli investitori che acquistano i titoli emessi nell'ambito di tali operazioni, indipendentemente dalla *tranche* di appartenenza, di determinare l'esposizione sulla base del valore di cessione al veicolo di cartolarizzazione e non del valore di iscrizione originario nel bilancio del cedente[85];
– la previsione secondo cui il requisito patrimoniale applicabile ai soggetti che acquistano i titoli non può eccedere quello applicabile alle esposizioni deteriorate prima della loro cessione al veicolo;
– una semplificazione delle modalità di calcolo del requisito di *risk retention*.

La normativa nazionale alla luce della *Securitisation Regulation*

La normativa europea sulle cartolarizzazioni, essendo contenuta in un regolamento, è direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali senza necessità di atti di recepimento. Ciò impone di valutare il coordinamento con la normativa interna preesistente, problema che si pone in misura più contenuta nei sistemi di *common law*. La legge n. 130/1999 non risulta tuttavia superata dal Regolamento Cartolarizzazioni, poiché i due testi perseguono finalità parzialmente differenti: la disciplina nazionale resta incentrata sulla cessione del credito quale elemento strutturale dell'operazione, mentre il legislatore europeo pone maggiore attenzione ai profili prudenziali e agli effetti della cessione per gli investitori,

[83] CORBO A., *op. cit.*, p. 78.
[84] Il portafoglio di attivi oggetto di cartolarizzazione deve essere composto per almeno il 90% da crediti deteriorati; inoltre, il valore complessivo delle rettifiche effettuate, incluse quelle operate in sede di cessione, deve risultare pari ad almeno il 50% del valore iniziale dei crediti.
[85] La differenza tra il valore di bilancio degli attivi ceduti e il prezzo di cessione al veicolo di cartolarizzazione è spesso significativa, in quanto riflette sia le rettifiche di valore operate dal cedente sia gli ulteriori sconti richiesti dal cessionario al momento del trasferimento.

quali il trasferimento effettivo del rischio, la struttura dei titoli emessi e la corretta valutazione del portafoglio sottostante[86].

[86] CORBO A., *op. cit.*, p. 82.

3 Le cartolarizzazioni Semplici Trasparenti e Standardizzate (STS)

Come citato nel capitolo precedente, a partire dal 1° gennaio 2019, le cartolarizzazioni, sono assoggettate ad una cornice unica, applicabile a tutti i Paesi dell'area economica comune. La nuova disciplina incide in maniera profonda sulla materia, introducendo una nozione di cartolarizzazione "tipica" ancorata al rispetto di specifici requisiti di trasparenza, semplicità e standardizzazione. In tale prospettiva, il legislatore europeo mira a promuovere una specie di "marchio di origine controllata"[87], cioè un vero e proprio sistema di qualificazione delle operazioni di cartolarizzazione, idoneo a tracciare una linea di distinzione – anche a fini regolamentari – tra operazioni meritevoli e operazioni caratterizzate da un maggiore profilo di rischio. Tale marchio "DOC" assume rilievo strategico anche sotto il profilo degli investimenti, consentendo agli operatori istituzionali, in *primis* gli enti creditizi e assicurativi, di valutare con maggiore consapevolezza i titoli oggetto di investimento.

Inoltre, le operazioni che ottengono la qualifica STS possono beneficiare di un trattamento prudenziale più favorevole, in particolare sotto il profilo dei requisiti patrimoniali applicabili agli investitori vigilati, come enunciato dalla disciplina europea in materia di cartolarizzazioni[88].

È importante chiarire che l'attribuzione dell'etichetta STS non implica l'assenza di rischio dell'operazione, ma segnala piuttosto il rispetto di un insieme di requisiti che consente a venditori e acquirenti della protezione, nonché alle autorità nazionali competenti, di valutare in modo adeguato il rischio sottostante alla cartolarizzazione[89].

3.1 Le nuove cartolarizzazioni certificate ed il marchio UE

I concetti di semplicità (art. 20), di standardizzazione (art. 21) e di trasparenza (art. 22), costituiscono i "pilastri" della nuova legislazione sulle cartolarizzazioni STS, che, non

[87] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 29.
[88] SHIREN N., COLLINS A., *STS: a new age for European Securitisations*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, London, 2019, p. 31.
[89] GIANNESI G., *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, in *dirittobancario.it,* 2020.

senza qualche rischio, dovrebbero portare alla creazione di un mercato "virtuoso" degli strumenti finanziari[90]. Tra i diversi profili da considerare, uno di carattere generale e preliminare assume particolare rilievo rispetto all'oggetto dell'analisi: la letteratura internazionale evidenzia[91] come un'eccessiva regolamentazione (*hyper-regulation*), pur potendo risultare efficiente nel breve periodo, sia suscettibile di produrre effetti significativamente negativi nel lungo periodo.

È da precisare, però, che le operazioni di cartolarizzazione non rappresentano l'unico strumento di finanza strutturata, sebbene esse svolgano un ruolo centrale nel più ampio progetto di integrazione dei mercati dei capitali europei (*Capital Markets Union*). Accanto alle cartolarizzazioni, rientrano anche strumenti come i *covered bonds*, che presentano alcune analogie strutturali, pur differenziando sotto il profilo regolamentare. In particolare, mentre i *covered bonds* possono soddisfare taluni requisiti prudenziali anche in assenza di un veicolo di cartolarizzazione, l'emissione diretta di obbligazioni da parte delle banche non sempre consente di beneficiare del trattamento previsto per le cartolarizzazioni, soprattutto in mancanza del requisito formale della *true sale* richiesto dagli Accordi di Basilea e recepito dalla normativa europea.

Inoltre, il Regolamento UE sulle cartolarizzazioni non si limita a disciplinare gli aspetti prudenziali, ma introduce anche un complesso di norme di natura amministrativa volto, da un lato, a creare un sistema europeo di qualificazione delle cartolarizzazioni di elevata qualità e, dall'altro, a predisporre un articolato apparato sanzionatorio. In tale contesto, gli operatori coinvolti nelle operazioni di cartolarizzazione sono gravati da obblighi di comunicazione più stringenti rispetto al passato, la cui violazione può comportare conseguenze sanzionatorie prevalentemente amministrative, ma potenzialmente anche penali[92]. Viene tuttavia evidenziata una possibile criticità della disciplina, legata all'ampia discrezionalità lasciata agli Stati membri, nell'attuazione e nell'*enforcement*, con il rischio di creare un "*unlevelled playing field*" anziché un'effettiva armonizzazione.

L'introduzione del marchio STS si inserisce in un progetto avviato dalle istituzioni

[90] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 63.
[91] VON REDEN H., *Regulation of Securitised Products Post the Financial Crisis*, in *UCL Journal of Law and Jurisprudence*, London, 2013, pp. 112-140.
[92] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 65.

europee già a partire dal 2014, con il coinvolgimento, tra gli altri, della Banca Centrale Europea e della Banca d'Inghilterra, volto a rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni su basi più solide e sostenibili.

La finalità perseguita è, come già ribadito nel paragrafo precedente, quella di promuovere un mercato delle cartolarizzazioni di alta qualità, capace di coniugare i benefici tipici di tali operazioni, in particolare in termini di liquidità, con una riduzione delle asimmetrie informative e dei rischi eccessivi emersi durante la crisi finanziaria del 2007-2008. In questo senso, la regolamentazione mira a incentivare una cartolarizzazione "sostenibile", intesa non come obbligo giuridico, ma come orientamento complessivo volto a favorire comportamenti responsabili da parte degli operatori, in un'ottica di tutela dell'investitore e di stabilità del sistema finanziario.
Per le cartolarizzazioni non riconducibili agli strumenti ABCP (*asset backed commercial paper*)[93], la qualifica STS è subordinata al rispetto dei requisiti previsti dagli articoli 20, 21 e 22 del Regolamento, che corrispondono ai criteri di semplicità, trasparenza e standardizzazione, dei quali si darà un'ampia analisi nei paragrafi successivi.
In breve, il criterio della semplicità richiede l'omogeneità delle esposizioni sottostanti, limita l'uso dei derivati a finalità di copertura ed esclude la "ricartolarizzazione"; il criterio della trasparenza impone stringenti obblighi informativi e di *disclosure*; infine, il criterio della standardizzazione presuppone che il trasferimento degli attivi dall'*originator* al veicolo avvenga mediante una effettiva *true sale*.

3.1.1 Semplicità

Il presente paragrafo analizza il requisito della semplicità nelle cartolarizzazioni STS, così come delineato dall'art. 20 del Regolamento UE, con particolare attenzione alla vendita reale e definitiva, alla disciplina delle azioni revocatorie e ai criteri di ammissibilità delle esposizioni sottostanti.

[93] I *commercial paper* sono titoli di debito a breve termine, non garantiti emessi tipicamente da imprese, per finanziarsi rapidamente sul mercato monetario (tipico esempio di cartolarizzazione di fatture).

Vendita reale e definitiva (*true sale*)

Il parametro della semplicità trova una formulazione espressa all'art. 20 del Regolamento UE sulle cartolarizzazioni, il quale stabilisce che il veicolo acquisisce il titolo relativo alle esposizioni sottostanti mediante una vendita o cessione effettiva, ovvero tramite un trasferimento avente gli stessi effetti giuridici e opponibile al venditore e ai terzi. Tale previsione codifica il requisito della vendita reale e definitiva (*true sale*), che, pur essendo da sempre considerato elemento imprescindibile nelle operazioni di cartolarizzazione, non aveva trovato una disciplina così puntuale a livello normativo[94]. La *true sale* è normalmente attestata attraverso una certificazione rilasciata dai legali che assistono il cedente, la quale ha la funzione di confermare la genuinità della vendita e l'assenza di meccanismi contrattuali o circostanze di fatto idonee a imporre al cedente il riacquisto degli attivi trasferiti.
La mancanza di una vendita effettiva può comportare conseguenze particolarmente rilevanti. In base alle normative vigenti in diverse giurisdizioni, incluse quelle di *common law*, l'operazione potrebbe infatti essere riqualificata come un finanziamento garantito dagli attivi, con effetti pregiudizievoli sul trattamento contabile e regolamentare dell'operazione. In tali giurisdizioni è inoltre vietato il trasferimento fiduciario che non costituisca il risultato di una vendita genuina, ma che sia realizzato esclusivamente a scopo di garanzia[95]. Il requisito della *true sale* assume pertanto una funzione centrale nel garantire la corretta qualificazione giuridica della cartolarizzazione e nel prevenire il rischio di riqualificazione dell'operazione.

Separatezza patrimoniale del veicolo

La vendita reale e definitiva svolge un ruolo essenziale anche sotto il profilo della separatezza patrimoniale del veicolo, in quanto consente di isolare gli attivi ceduti dal patrimonio del cedente, come previsto anche dalla normativa italiana[96]. Tale separatezza è funzionale a prevenire l'intervento dell'autorità giudiziaria che, in caso di insolvenza,

[94] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 68.
[95] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 68-69.
[96] In particolare, all'art. 3, comma 1, l. n. 130/1999, citato nel capitolo precedente, dove si enuncia il regime di separatezza patrimoniale.

potrebbe essere chiamata a valutare la natura dei trasferimenti effettuati. In assenza di una vendita vera, vi sarebbe infatti il rischio che gli attivi trasferiti al veicolo vengano riqualificati come trasferimenti fraudolenti o che si proceda alla cosiddetta "perforazione del velo societario", con conseguente reintegrazione degli stessi nel patrimonio del cedente.
La *true sale* consente invece al cedente di disconoscere definitivamente gli attivi oggetto di cessione, che non potranno in alcun modo essergli reimputati. Ciò rafforza l'autonomia patrimoniale del veicolo e contribuisce a garantire che le operazioni di cartolarizzazione producano i loro effetti anche in situazioni di crisi del soggetto *originator*. La separatezza del veicolo assume quindi una funzione di tutela non solo per il cedente, ma anche per gli investitori, i quali fanno affidamento sull'effettivo trasferimento del rischio e sulla stabilità giuridica dell'operazione.

Limitazione delle azioni revocatorie

Nel medesimo contesto si colloca l'intervento del legislatore europeo in materia di azioni revocatorie, tradizionalmente percepite come una fonte di incertezza per le operazioni di cartolarizzazione, soprattutto negli ordinamenti di *civil law*[97]. L'art. 22 del Regolamento UE suggerisce che le regole di revocatoria applicabili alle cartolarizzazioni STS debbano essere interpretate in modo più "ragionevole"[98], al fine di evitare che l'acquisto degli attivi da parte del veicolo possa essere invalidato per il solo fatto di essere avvenuto prima della dichiarazione di insolvenza del cedente.
Il motivo di questa impostazione è quello di evitare che regole eccessivamente rigide in materia di revocatoria possano ostacolare il corretto funzionamento del mercato delle cartolarizzazioni e ridurre la certezza giuridica su cui fanno affidamento gli investitori. In particolare, il Regolamento si discosta da quelle discipline che prevedono l'invalidazione automatica degli atti di trasferimento sulla base di criteri meramente temporali, legati al periodo precedente la dichiarazione di insolvenza del cedente.
In tale prospettiva, il Regolamento UE mira a limitare l'impatto delle azioni revocatorie che, se applicate in modo automatico, rischierebbero di compromettere la stabilità delle operazioni di cartolarizzazione e l'affidamento degli investitori. L'intervento del legislatore unionale si colloca dunque nell'ottica di un bilanciamento tra le esigenze di tutela

[97] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 70.
[98] Art. 20, Reg. (UE) 2017/2402, op. cit.

concorsuale e la necessità di garantire certezza giuridica alle operazioni qualificate come STS, rinviando alla disciplina di dettaglio l'individuazione delle specifiche ipotesi di deroga.

Le disposizioni "rigide" in tema di revocatoria (art. 20, parr. 1 e 2)

Il perimetro delle norme revocatorie interessate dall'intervento del Regolamento UE è precisato dall'art. 20, paragrafi 1 e 2. In particolare, il paragrafo 1 stabilisce che al trasferimento delle esposizioni alla SSPE (*Securitisation Special Purpose Entity*[99]) non si applicano le disposizioni rigide in materia di revocatoria in caso di insolvenza del venditore. È importante sottolineare che il legislatore unionale non ha inteso abrogare le discipline concorsuali nazionali, bensì introdurre un meccanismo di disapplicazione selettiva di tali norme nelle operazioni di cartolarizzazione STS. Ne consegue che, in caso di insolvenza di un ente creditizio, l'autorità competente, come ad esempio l'autorità di risoluzione, dovrà applicare direttamente la normativa unionale, prescindendo dalle disposizioni interne incompatibili.
Il paragrafo 2 dell'art. 20 individua più precisamente quali siano le disposizioni considerate "rigide". In primo luogo, rientrano in tale categoria quelle norme che consentono al liquidatore di invalidare le vendite delle esposizioni sottostanti esclusivamente sulla base del dato temporale, ossia nel caso in cui la cessione sia stata conclusa entro un certo periodo antecedente la dichiarazione di insolvenza del venditore. Si tratta di disposizioni fondate su presunzioni automatiche, spesso *iuris et de iure*, particolarmente diffuse negli ordinamenti di *civil law*[100]. In secondo luogo, sono considerate rigide anche quelle norme che consentono l'invalidazione della cessione salvo che il cessionario dimostri di non essere a conoscenza dello stato di insolvenza del cedente.
Il Regolamento, nel disapplicare tali meccanismi nell'ambito delle cartolarizzazioni STS, intende evitare che la stabilità dell'operazione venga compromessa da presunzioni legali ritenute incompatibili con le esigenze di certezza e prevedibilità del mercato. Resta tuttavia fermo che le tutele concorsuali continuano ad operare nei casi di trasferimenti fraudolenti o pregiudizievoli per i creditori, che non rientrano nella categoria delle disposizioni rigide derogabili.

[99] È la categoria specifica di SPV prevista dal diritto UE per le cartolarizzazioni. Concretamente, ogni SSPE è una SPV, e, al contrario, non ogni SPV è una SSPE.
[100] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 71.

Rapporto con il diritto concorsuale italiano e la Legge n. 130/1999

Nel confronto con l'ordinamento italiano, l'approccio del Regolamento Cartolarizzazioni assume particolare rilievo. La tradizionale disciplina fallimentare italiana, ora sostituita dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, si fondava su meccanismi di revocatoria fortemente ancorati al concetto di periodo sospetto. Tali meccanismi, se applicati alle operazioni di cartolarizzazione, avrebbero potuto incidere in modo significativo sulla certezza del trasferimento degli attivi.
In questo contesto, la normativa unionale non impone una modifica delle regole interne, ma ne limita l'applicazione attraverso il principio della disapplicazione. Ne consegue che, nell'ambito di una cartolarizzazione STS, le cessioni effettuate prima della dichiarazione di insolvenza del cedente non sono suscettibili di revoca per il solo decorso del periodo sospetto. Tale soluzione consente di preservare la funzione economica della cartolarizzazione e di garantire che il trasferimento dei crediti al veicolo rimanga stabile anche in caso di crisi del cedente.
È stato osservato che, in caso di revoca della cessione, la titolarità dei crediti tornerebbe nel patrimonio del fallito, con il conseguente diritto del curatore di esigere dal cessionario le somme eventualmente incassate o di procedere direttamente alla riscossione nei confronti dei debitori[101]. Proprio al fine di evitare tali effetti destabilizzanti, il Regolamento Cartolarizzazioni esclude, per le operazioni STS, l'operatività delle norme revocatorie fondate su presunzioni automatiche, mantenendo invece quelle volte a reprimere comportamenti fraudolenti.

L'esenzione dei pagamenti dei debitori ceduti

A livello europeo, il Regolamento Cartolarizzazioni non introduce una esenzione generalizzata dall'azione revocatoria per tali pagamenti. Diversamente, l'ordinamento italiano, come analizzato nel capitolo precedente, prevede una totale esenzione dalla revocatoria dei pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla società veicolo. Tale previsione configura un *unicum* nel panorama europeo, soprattutto se confrontata con gli ordinamenti di

[101] GALLETTI D., GUERRIERI G., *La cartolarizzazione dei crediti*, il Mulino/Ricerca, Bologna, 2022 p. 179.

common law.

Questa disciplina, di carattere marcatamente *bank-friendly*, conferisce alle cartolarizzazioni italiane un potenziale vantaggio competitivo, in quanto rafforza ulteriormente la certezza dei flussi di cassa a favore del veicolo[102]. Il Regolamento Cartolarizzazioni non sembra destinato a derogare a tale assetto, proprio perché l'intervento unionale opera mediante disapplicazione e non mediante armonizzazione sostitutiva delle discipline nazionali. Ne deriva che la Legge 130 continuerà a trovare applicazione, salvo il caso in cui la Commissione europea ravvisi un contrasto con le disposizioni unionali.

Nel complesso, il sistema delineato dal Regolamento UE (e dalla normativa italiana) mira, come già ribadito, a salvaguardare la vendita definitiva dei crediti e l'affidamento degli investitori, evitando che l'operazione di cartolarizzazione venga vanificata da invalidazioni *ex post* fondate su criteri meramente temporali. Il bilanciamento tra tutela dei creditori del cedente e stabilità dell'operazione è realizzato attraverso la distinzione tra disposizioni revocatorie derogabili e norme inderogabili volte a reprimere la frode.

Riqualificazione dell'operazione e rischio di *re-characterisation*

Un ulteriore profilo di rilievo, strettamente connesso al requisito della *true sale*, è rappresentato dal rischio di riqualificazione (*re-characterisation*) dell'operazione di cartolarizzazione. Qualora il trasferimento delle esposizioni non presenti i caratteri della vendita reale e definitiva, l'autorità giudiziaria competente potrebbe riqualificare l'operazione come diversa dalla vendita, con conseguenze particolarmente gravose per tutte le parti coinvolte. In tal caso, il trattamento fuori bilancio dei crediti ceduti verrebbe meno e la cartolarizzazione risulterebbe, di fatto, compromessa anche sotto il profilo commerciale.

La riqualificazione costituisce uno strumento interpretativo rimesso alla discrezionalità del giudice della giurisdizione applicabile, in funzione della legge sulla proprietà rilevante per il cedente o per il veicolo. In assenza di una disciplina legislativa uniforme, le conseguenze di una ri-caratterizzazione possono essere particolarmente destabilizzanti, incidendo sulla certezza dell'operazione e sulla posizione degli investitori. Proprio per questo motivo, il rischio di riqualificazione rappresenta uno dei principali fattori di attenzione nelle strutture di cartolarizzazione.

[102] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 74.

Il ruolo del parere legale (*legal opinion*)

Per evitare le conseguenze indesiderate di una possibile riqualificazione, la prassi delle cartolarizzazioni ha fatto ampio ricorso al parere legale (*legal opinion*)[103]. Tale parere, generalmente rilasciato alla data di *closing* dell'operazione, contiene un'analisi dell'assetto contrattuale e della documentazione rilevante, svolta da un legale qualificato nella giurisdizione o nelle giurisdizioni interessate. Esso si fonda su una serie di assunzioni e clausole di natura prevalentemente tecnica ed è volto a escludere, sulla base delle circostanze esaminate, che l'operazione possa essere riqualificata come diversa dalla vendita.
Il parere legale costituisce, nella prassi, una condizione sospensiva per l'erogazione dei finanziamenti o per l'emissione dei titoli, assumendo un ruolo centrale nel processo di strutturazione dell'operazione. Esso è normalmente rilasciato su incarico della banca o del consorzio di banche che agiscono quali promotori o *arrangers* dell'operazione, e mira a fornire rassicurazioni circa l'immunità del veicolo rispetto a una dichiarazione di insolvenza del cedente.
Tuttavia, il valore del parere legale è tradizionalmente limitato ai suoi destinatari diretti. I pareri includono infatti clausole di esclusione di responsabilità che ne circoscrivono l'affidamento alle sole parti cui sono indirizzati, escludendo la possibilità per soggetti terzi, quali gli investitori, di farvi affidamento diretto.

Responsabilità dei consulenti e prospettive evolutive

Nel contesto anglosassone, il precedente giurisprudenziale ha storicamente rappresentato un ostacolo rilevante alla configurabilità di una responsabilità dei legali nei confronti di soggetti diversi dai destinatari del parere. Ciò non esclude, tuttavia, che futuri sviluppi della regolamentazione europea in materia di mercati dei capitali possano condurre a una estensione delle responsabilità dei consulenti coinvolti nelle operazioni di finanza strutturata, analogamente a quanto avvenuto in altri settori regolamentati[104].

[103] Di per sé la *legal opinion* non costituisce *res judicata* circa il fatto che la cartolarizzazione non possa essere riqualificata "*untrue sale*": un tale compito spetta solo al giudice, eventualmente chiamato in causa. Certo è che un tale rischio risulterà minimizzato quanto maggiore è l'accuratezza e competenza di chi sottoscrive la *legal opinion*., citato in, DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 78.
[104] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 80.

Nell'ordinamento italiano, la dottrina[105] ha evidenziato come la responsabilità del consulente possa configurarsi diversamente a seconda che l'attività di *due diligence* sia svolta su incarico del venditore o dell'acquirente. In ogni caso, il parere legale rimane uno strumento di valutazione giuridica e non una garanzia assoluta contro il rischio di riqualificazione.

Controllo effettivo sulle esposizioni e limiti per *l'originator*

La riqualificazione è ritenuta ammissibile quando può presumersi che l'*originator* continui a mantenere un controllo effettivo sulle esposizioni di rischio trasferite. Ciò si verifica, ad esempio, qualora il cedente conservi il diritto di riacquistare i crediti ceduti al fine di beneficiarne economicamente, ovvero sia obbligato a sopportarne il rischio. Un'ipotesi tipica è rappresentata dalla presenza di accordi laterali che prevedano impegni al riacquisto di crediti deteriorati oltre una certa soglia fisiologica.
Al contrario, la mera nomina dell'*originator* quale soggetto incaricato della gestione dei crediti non costituisce, di per sé, una presunzione di controllo sulle esposizioni trasferite. Affinché la vendita possa dirsi effettiva, il cedente non deve conservare alcuna responsabilità residua sugli attivi, né assumere obblighi di riacquisto o di garanzia del capitale e degli interessi a favore degli investitori. Il veicolo deve invece esercitare un controllo esclusivo sugli attivi, potendo compiere tutte le attività tipiche del titolare, inclusa la gestione, la riscossione e l'eventuale dismissione degli stessi.
La piena separazione degli attivi dal patrimonio dell'*originator* è infine funzionale a garantire che il veicolo sia immune dall'insolvenza del cedente (*bankruptcy remote*)[106]. A tal fine, la prassi prevede il ricorso a meccanismi contrattuali e a strumenti di rafforzamento del credito e della liquidità, spesso forniti da soggetti terzi, volti a consolidare l'autonomia patrimoniale del veicolo.

Trasferimento delle garanzie e isolamento degli attivi

Un aspetto essenziale ai fini della effettività della cessione riguarda il trasferimento delle garanzie connesse ai crediti cartolarizzati. In base ai principi generali del diritto di

[105] ALPA G., SACCOMANI A., *Procedure negoziali*, due diligence *e memorandum informativi*, in *Contratti*, 2007, p. 271, cit. in DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit*, p. 80.
[106] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 82.

proprietà, i diritti di garanzia costituiscono un accessorio del credito e, pertanto, seguono il credito stesso nel suo trasferimento dal cedente al veicolo. Nelle operazioni di cartolarizzazione, ciò implica che le garanzie reali, quali ipoteche e pegni, debbano essere trasferite insieme ai crediti cui accedono, così da assicurare che il veicolo subentri integralmente nella posizione giuridica del cedente.

Nel contesto delle cartolarizzazioni bancarie, le garanzie sono frequentemente rappresentate da ipoteche gravanti su beni immobili. Tuttavia, il contenuto e l'estensione delle garanzie trasferite dipendono dalla legge applicabile e dalla struttura contrattuale dell'operazione. In alcuni ordinamenti, il trasferimento delle garanzie avviene automaticamente con la cessione del credito; in altri, sono richieste formalità aggiuntive[107]. In talune ipotesi, inoltre, il credito ipotecario può essere frazionato *pro quota* tra cedente e veicolo, mentre in altri sistemi, tipicamente di *common law*, il veicolo subentra nella titolarità dell'intero credito garantito.

L'isolamento degli attivi trasferiti è funzionale[108] a garantire la *bankruptcy remoteness* del veicolo, assicurando che gli stessi rimangano estranei al patrimonio del cedente in caso di insolvenza. A tal fine, la struttura della cartolarizzazione deve essere tale da escludere qualsiasi potere residuo dell'*originator* sugli attivi ceduti, nonché ogni forma di responsabilità che possa far ritenere che il rischio rimanga, anche indirettamente, in capo al cedente.

Closing e *settlement* nelle cartolarizzazioni STS

Il Regolamento UE interviene anche sul profilo temporale delle operazioni di cartolarizzazione, distinguendo tra il momento del *closing*, in cui vengono sottoscritti i contratti rilevanti, e quello del *settlement*, in cui si realizza il regolamento delle operazioni sottostanti. Ai sensi dell'art. 20, par. 5, qualora il trasferimento delle esposizioni avvenga mediante cessione e il *settlement* sia differito rispetto al *closing*, il perfezionamento dell'operazione deve dipendere dal verificarsi di specifici eventi, quali il grave deterioramento del merito creditizio del venditore, la sua insolvenza o la violazione di obblighi contrattuali rilevanti.

La previsione normativa si traduce in un chiaro favore[109] per le strutture in cui *closing* e

[107] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 82.
[108] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 83.
[109] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 83-84.

settlement coincidono, in quanto considerate più trasparenti e meno esposte a incertezze giuridiche. Laddove tale coincidenza non sia possibile, il Regolamento consente comunque il riconoscimento della qualifica STS, purché il differimento del *settlement* sia giustificato da eventi oggettivi e predeterminati. L'obiettivo è ridurre l'asimmetria informativa e rafforzare la chiarezza dell'operazione nei confronti degli investitori.

Dichiarazioni e garanzie del cedente

L'art. 20, par. 6, afferma che il cedente è tenuto a rilasciare dichiarazioni e garanzie volte ad attestare che, per quanto a sua conoscenza, le esposizioni sottostanti alla cartolarizzazione non sono gravate da vincoli né si trovano in situazioni idonee a compromettere l'opponibilità della vendita o cessione effettiva[110]. Tale previsione mira a superare prassi opache che avevano caratterizzato alcune operazioni precedenti alla crisi finanziaria del 2007–2008, nelle quali il trasferimento dei crediti avveniva senza un'adeguata verifica della loro libera trasferibilità.
L'introduzione di un obbligo legislativo di dichiarazioni e garanzie rafforza la responsabilità del cedente, soggetto vigilato, il quale può essere assoggettato a sanzioni significative in caso di omissioni o dichiarazioni inesatte. Tale regime è idoneo a produrre un effetto deterrente, inducendo gli operatori a svolgere controlli accurati prima della cessione dei crediti. In questo contesto, può inoltre configurarsi una responsabilità concorrente della banca d'affari che organizza l'operazione, la quale, pur non essendo direttamente soggetta alla vigilanza, assume obblighi rilevanti nei rapporti interni con il cedente.

Criteri di ammissibilità delle esposizioni e divieto di gestione attiva

L'art. 20 del Regolamento UE stabilisce inoltre, che, le esposizioni sottostanti trasferite alla SSPE debbano soddisfare criteri di ammissibilità prestabiliti, chiari e documentati, tali da non consentire una gestione attiva del portafoglio su base discrezionale. La previsione mira a garantire che la cartolarizzazione conservi un carattere di semplicità e trasparenza, evitando che il veicolo possa modificare la composizione del portafoglio in modo arbitrario nel corso dell'operazione. In tale prospettiva, la sostituzione delle esposizioni che violino le dichiarazioni e garanzie rilasciate dal cedente non è considerata

[110] Art. 20, Reg. (UE) 2017/2402, *op. cit*.

gestione attiva, in quanto funzionale al rispetto dei requisiti originari dell'operazione.
Le esposizioni trasferite alla SSPE, successivamente alla conclusione dell'operazione devono, in ogni caso, rispettare gli stessi criteri di ammissibilità applicabili alle esposizioni iniziali. Tale vincolo assicura coerenza nella composizione del portafoglio nel tempo e rafforza l'affidamento degli investitori sulla stabilità delle caratteristiche delle attività sottostanti.

Omogeneità del portafoglio e flussi di cassa

Il paragrafo 8 dell'art. 20 prevede che ogni operazione di cartolarizzazione STS debba essere garantita da un portafoglio di esposizioni sottostanti omogenee per tipologia di attività, tenendo conto delle specifiche caratteristiche in termini di flussi di cassa, natura contrattuale, rischio di credito e rimborsi anticipati. L'obiettivo è rendere l'analisi dell'operazione meno complessa e più accessibile per i soggetti coinvolti, in particolare per gli investitori e le agenzie di *rating*[111].
La disomogeneità dei portafogli aveva infatti rappresentato uno dei principali fattori di opacità nel mercato delle cartolarizzazioni, soprattutto nel periodo antecedente alla crisi finanziaria del 2007–2008. La previsione di omogeneità mira a evitare l'aggregazione indiscriminata di attività eterogenee, imponendo che il portafoglio sia correlato a una sola tipologia di attività cedute. Le esposizioni sottostanti devono inoltre comportare obbligazioni contrattualmente vincolanti, opponibili con pieno diritto di rivalsa nei confronti dei debitori e, se del caso, dei garanti.
I flussi di pagamento derivanti dalle esposizioni possono presentare importi variabili e possono consistere in pagamenti di capitale, interessi, canoni di locazione o altri proventi connessi alle attività finanziate. È altresì ammesso che tali flussi derivino dalla vendita di attività finanziate o concesse in locazione, purché il meccanismo di generazione dei flussi rimanga coerente con il requisito di semplicità.

Esclusione dei valori mobiliari e ruolo delle autorità europee

Il medesimo paragrafo 8 stabilisce che le esposizioni sottostanti non debbano comprendere valori mobiliari ai sensi della normativa europea sui mercati finanziari, in

111 SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 32.

considerazione della loro intrinseca volatilità e della complessità dei rischi ad essi associati. Tale esclusione è coerente con l'obiettivo di ridurre il rischio e di mantenere la struttura dell'operazione quanto più lineare possibile. Un'unica eccezione è rappresentata dalle obbligazioni societarie non quotate in una sede di negoziazione, che, pur qualificabili come valori mobiliari, presentano caratteristiche compatibili con il requisito di semplicità.

Il Regolamento demanda all'*European Banking Authority* (EBA), in cooperazione con l'ESMA e l'EIOPA, il compito di elaborare norme tecniche di regolamentazione volte a precisare ulteriormente quali esposizioni debbano considerarsi omogenee. Tali interventi di *soft law* sono funzionali a garantire un'applicazione uniforme della disciplina e a ridurre le incertezze interpretative che potrebbero compromettere l'effettività del regime STS.

Assenza di esposizioni verso la cartolarizzazione

Ai fini del riconoscimento della qualifica STS, l'art. 20, par. 9, del Regolamento UE stabilisce che le esposizioni sottostanti non devono comprendere alcuna posizione verso la cartolarizzazione stessa. La presenza, all'interno del portafoglio ceduto, di esposizioni nei confronti del veicolo o dell'operazione di cartolarizzazione determinerebbe infatti una rappresentazione contabile distorta, idonea a ingenerare confusione nei confronti degli investitori e delle agenzie di *rating*[112]. Tale divieto mira a evitare fenomeni di autoreferenzialità dell'operazione e a garantire la trasparenza della struttura finanziaria sottostante.

Creazione delle esposizioni nel corso ordinario dell'attività

Una previsione di particolare rilievo è contenuta nel par. 10 dell'art. 20, che impone al cedente e, indirettamente, al promotore, di assicurare che le esposizioni oggetto di cartolarizzazione siano state create nel corso ordinario dell'attività del cedente o del prestatore originario.

La norma introduce così un criterio comparativo tra portafoglio cartolarizzato e portafoglio trattenuto in bilancio, volto a impedire che la cartolarizzazione divenga uno

[112] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 86.

strumento per trasferire al mercato esposizioni di qualità inferiore. I soggetti coinvolti sono pertanto tenuti a dimostrare che il portafoglio ceduto non presenta standard qualitativi deteriori rispetto a quello non cartolarizzato, e che tale circostanza sia adeguatamente comunicata ai potenziali investitori.

Valutazione del merito creditizio e tutela del debitore

Nel caso in cui le esposizioni sottostanti siano costituite da prestiti immobiliari residenziali, il Regolamento prevede ulteriori requisiti a tutela del debitore e del mercato. In particolare, il portafoglio non deve comprendere prestiti concessi sulla base dell'assunto che le informazioni fornite dal mutuatario non sarebbero state verificate dal prestatore. Inoltre, la valutazione del merito creditizio del mutuatario deve essere effettuata nel rispetto dei criteri stabiliti dalla normativa europea in materia di credito al consumo e di mutui residenziali, ovvero secondo *standard* equivalenti applicabili nei Paesi terzi.
È altresì richiesto che il cedente o prestatore originario disponga di una adeguata esperienza nella creazione di esposizioni analoghe a quelle cartolarizzate. La *ratio* complessiva di tali previsioni è quella di assicurare che la cartolarizzazione non alteri l'equilibrio qualitativo dell'attività creditizia dell'intermediario, evitando che essa diventi un canale privilegiato per l'esternalizzazione del rischio a scapito degli investitori.

Esclusione di esposizioni in *default* e requisiti sui debitori

Il par. 11 dell'art. 20 prescrive che, al momento della selezione, le esposizioni sottostanti non devono comprendere crediti in stato di insolvenza né esposizioni verso debitori o garanti caratterizzati da un merito creditizio deteriorato, secondo parametri dettagliatamente individuati dal Regolamento. Sono in particolare escluse le esposizioni verso soggetti che abbiano subito procedure di insolvenza o azioni esecutive rilevanti nei periodi precedenti, nonché verso debitori iscritti in registri pubblici di referenze creditizie negative o caratterizzati da un *credit scoring* significativamente peggiore rispetto a quello di esposizioni comparabili non cartolarizzate.
Tali requisiti mirano a preservare la qualità complessiva del portafoglio e a rafforzare il requisito di semplicità dell'operazione STS. Tuttavia, la dottrina ha evidenziato[113] come

[113] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 88.

l'eccessiva rigidità di tali criteri possa produrre effetti controproducenti, soprattutto in fasi di crisi economica, favorendo fenomeni di *credit crunch* e spingendo i debitori verso canali di finanziamento alternativi. In tale prospettiva, il ricorso a sistemi di *credit scoring*, pur contribuendo a una maggiore oggettivazione delle valutazioni, non è esente da criticità, soprattutto in assenza di una disciplina uniforme che ne assicuri l'affidabilità e l'equità applicativa.

Pagamento minimo e divieto di cartolarizzazioni "immediate"

Proseguendo con il par. 12, si introduce un requisito volto a contrastare prassi elusive diffuse prima della crisi finanziaria, prevedendo che, al momento del trasferimento delle esposizioni, il debitore abbia effettuato almeno un pagamento. La *ratio* della previsione è quella di evitare che la cartolarizzazione venga utilizzata per trasferire crediti immediatamente dopo la loro origine, trasformando l'*originator*, in particolare la banca, in un mero distributore di crediti piuttosto che in un effettivo prestatore.
Il legislatore ammette una deroga limitata per le cartolarizzazioni rotative e per le esposizioni rimborsabili in un'unica soluzione o con scadenza inferiore a un anno, includendo in tale eccezione anche i pagamenti mensili tipici dei crediti rotativi. La previsione, pur introducendo un vincolo formale, non può essere considerata particolarmente stringente. È infatti possibile che un credito venga cartolarizzato dopo un periodo di tempo molto breve dalla sua erogazione, qualora la prima rata sia stata già corrisposta.
Si è evidenziato[114] come tale requisito appaia eccessivamente blando e non del tutto idoneo a garantire la semplicità dell'operazione. Sarebbe stato forse preferibile prevedere un intervallo temporale più significativo tra la nascita del credito e la sua cessione al veicolo, così da evitare che la cartolarizzazione incida sulla stessa natura dell'attività bancaria e sulla credibilità dell'autorizzazione concessa all'intermediario.

Preponderanza della vendita rispetto alle garanzie

Il Regolamento UE interviene anche su una prassi patologica[115] emersa nel mercato delle cartolarizzazioni, consistente nel fondare il rimborso dell'investitore prevalentemente sul

[114] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 89.
[115] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 89-90.

valore delle garanzie, piuttosto che sulla qualità delle esposizioni sottostanti. In tali casi, la cartolarizzazione perde la sua natura di vendita di crediti e si avvicina a un'operazione di finanziamento assistita da garanzie, con un'alterazione della causa economica dell'operazione.

Per evitare tale distorsione, il legislatore introduce il criterio della preponderanza, stabilendo che il rimborso delle posizioni verso la cartolarizzazione non debba dipendere principalmente dalla vendita delle attività poste a garanzia delle esposizioni sottostanti, soprattutto quando il valore di tali attività sia coperto o mitigato da obblighi di riacquisto assunti dal venditore o da terzi. La previsione mira a garantire che il rischio economico trasferito al veicolo sia effettivamente collegato alla *performance* dei crediti e non alla mera escussione delle garanzie.

Tale impostazione si ricollega, ai principi di buona fede nei rapporti tra banca e cliente, evitando che la concessione e la successiva cartolarizzazione del credito siano guidate esclusivamente dalla presenza di solide garanzie, a scapito della valutazione della solvibilità del debitore.

Tranching e criticità residue del requisito di semplicità

Il Regolamento Cartolarizzazioni, pur introducendo un quadro articolato di requisiti volti a garantire la semplicità delle operazioni STS, lascia irrisolte alcune criticità strutturali[116].

In primo luogo, come rilevato in dottrina, la disciplina non affronta in modo esplicito il tema del *tranching*. Tale tecnica, la cui trattazione è rimandata al capitolo 1 della presente tesi, è stata tradizionalmente associata alla costruzione di strutture complesse e di limitata trasparenza, avendo consentito la cartolarizzazione (e il successivo *repackaging*) di attivi di qualità non elevata che, grazie al ricorso a meccanismi di *credit enhancement*, hanno nondimeno conseguito elevati giudizi di merito creditizio.

Sempre secondo un'impostazione ricorrente nella letteratura[117], la mancata previsione di una regolamentazione puntuale del *tranching* assume particolare rilievo se si considera che proprio tale tecnica ha inciso in misura significativa sulla progressiva perdita di trasparenza del mercato delle cartolarizzazioni nel periodo antecedente alla crisi finanziaria. In tale prospettiva, l'assenza di una presa di posizione netta da parte del legislatore

[116] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 90-91.
[117] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 91.

unionale è stata letta come espressione di una scelta di compromesso, funzionale a non ostacolare una prassi ormai consolidata, ma al contempo idonea a lasciare spazio alla permanenza di elementi di complessità difficilmente conciliabili con l'obiettivo di semplicità dichiaratamente perseguito dal Regolamento.
In questo contesto, come ampiamente evidenziato da studi sul periodo precrisi, la prospettiva di rendimenti elevati associati a presunte garanzie di sicurezza ha favorito fenomeni di comportamento conformistico da parte degli investitori, spesso privi degli strumenti necessari per una piena comprensione dei rischi sottesi alle strutture più articolate[118]. Sotto tale profilo, sebbene la semplificazione introdotta dal Regolamento appaia idonea a ridurre il rischio di simili dinamiche, essa non sembra tuttavia escluderne del tutto la possibile riproduzione, soprattutto in assenza di un intervento maggiormente incisivo sul piano strutturale.

Nel complesso, come emerge dalla lettura dell'art. 20 del Regolamento UE, il requisito della semplicità si fonda su un insieme articolato di presidi volti ad assicurare la reale e definitiva cessione delle esposizioni, la stabilità del trasferimento anche in caso di insolvenza del cedente e un adeguato livello qualitativo del portafoglio sottostante. Attraverso la disapplicazione delle norme revocatorie più rigide e l'introduzione di criteri stringenti in materia di ammissibilità, omogeneità e origine delle esposizioni, il legislatore europeo mira a rafforzare la certezza giuridica delle operazioni STS e, correlativamente, la tutela degli investitori.

Permangono, tuttavia, come segnalato da parte della dottrina, alcuni profili di criticità, riconducibili sia alla persistente rilevanza di tecniche strutturali complesse, sia alla difficoltà di conciliare l'esigenza di semplicità con le concrete dinamiche dei mercati finanziari[119].
Per concludere, in tale sotto capitolo, il requisito della semplicità si configura non come eliminazione della complessità strutturale, bensì come strumento di razionalizzazione del rischio e di rafforzamento della certezza giuridica delle operazioni di cartolarizzazione STS.

[118] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 91-92.
[119] SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 34.

3.1.2 Standardizzazione

Tra i requisiti previsti dal Regolamento UE per le cartolarizzazioni qualificate come STS assume particolare rilievo il requisito di standardizzazione, disciplinato dall'art. 21, il quale mira a rendere le operazioni maggiormente comparabili, trasparenti e strutturalmente solide, rafforzando la tutela degli investitori.

Obbligo di mantenimento del rischio

Un primo parametro di standardizzazione è rappresentato dall'obbligo di mantenimento del rischio. L'art. 21, par. 1, rinvia infatti all'art. 6 del Regolamento, imponendo che il cedente, il promotore o il prestatore originario mantenga su base continuativa un interesse economico netto nella cartolarizzazione non inferiore al 5%. Tale formulazione, calcolata con riferimento al valore nozionale delle esposizioni, è funzionale ad assicurare l'allineamento degli interessi tra i soggetti strategici dell'operazione e gli investitori, riducendo il rischio di comportamenti opportunistici. Resta tuttavia discutibile[120] il collegamento sistematico tra tale obbligo e la nozione di standardizzazione, apparendo il mantenimento del rischio piuttosto espressione di un principio autonomo di corretta ponderazione del rischio.

Mitigazione dei rischi finanziari e trasparenza dei tassi

Il requisito di standardizzazione si estende inoltre alla gestione dei rischi di tasso di interesse e di cambio. L'art. 21, par. 2, richiede che tali rischi siano adeguatamente attenuati e che le misure adottate siano oggetto di specifica informativa, verosimilmente mediante il prospetto. È altresì vietato al veicolo il ricorso a strumenti derivati, salvo che essi abbiano finalità di copertura e siano stipulati secondo le regole della prassi finanziaria internazionale[121]. A completamento del quadro, il par. 3 stabilisce che i flussi di interesse debbano basarsi su tassi di riferimento di uso generale e trasparente. Tali previsioni riflettono l'esigenza, ancora una volta, emersa con forza dopo la crisi finanziaria di evitare

[120] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 92.
[121] SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 32.

strutture opache e difficilmente comprensibili per l'investitore.

Gestione della liquidità e priorità dei pagamenti

Un ulteriore profilo di standardizzazione riguarda la gestione della liquidità del veicolo e la struttura dei pagamenti. In particolare, l'art. 21, par. 4, impone che il veicolo disponga di risorse sufficienti a garantirne il funzionamento operativo anche in caso di azioni esecutive, nel rispetto del principio di separatezza patrimoniale. I flussi in linea capitale derivanti dalle esposizioni sottostanti sono destinati agli investitori mediante rimborso sequenziale in funzione della *seniority* delle rispettive posizioni. Nelle operazioni caratterizzate da una priorità di pagamento non sequenziale, il par. 5 prevede meccanismi di attivazione basati sulla *performance* delle esposizioni sottostanti, idonei a ripristinare la sequenzialità dei pagamenti al verificarsi di determinate soglie di deterioramento creditizio, al fine di evitare squilibri finanziari.

Standardizzazione della documentazione e ruolo del gestore

La standardizzazione incide in modo significativo anche sul contenuto della documentazione contrattuale. L'art. 21 richiede che le cartolarizzazioni STS siano corredate da clausole di rimborso anticipato o, nel caso di operazioni rotative, da eventi attivatori della conclusione del periodo di rotazione, così da attenuare il rischio di immobilizzazione dell'investimento. La documentazione deve inoltre indicare con chiarezza gli obblighi e le responsabilità del gestore e degli altri prestatori di servizi, nonché le procedure volte ad assicurare la continuità della gestione in caso di inadempienza o insolvenza del gestore, prevedendone la sostituzione. A ciò si affianca il requisito dell'adeguata esperienza del gestore e dell'adozione di politiche e controlli di gestione del rischio coerenti con la natura delle esposizioni cartolarizzate.

Informativa, *governance* e tutela degli investitori

Infine, il legislatore europeo impone un elevato grado di dettaglio informativo in relazione alle definizioni e alle misure applicabili in caso di morosità, inadempienza, ristrutturazione o remissione del debito, nonché alle azioni di recupero e alle altre misure a tutela

della *performance* delle attività. Pur trattandosi di elementi già presenti nella prassi, la loro positivizzazione comporta una più rigorosa osservanza ai fini del riconoscimento della qualifica STS. In tale contesto si collocano anche le previsioni in materia di governo societario, che richiedono la chiara individuazione dei diritti di voto dei detentori dei titoli, delle responsabilità dei soggetti fiduciari e l'adozione di meccanismi idonei a favorire la rapida[122] risoluzione delle controversie tra le diverse classi di investitori.

In conclusione, il requisito di standardizzazione delineato dall'art. 21 appare volto non solo a uniformare la struttura delle operazioni di cartolarizzazione, ma soprattutto a rafforzarne la trasparenza, la stabilità finanziaria e la tutela dell'investitore, assumendo così una funzione strategica nell'architettura complessiva del regime STS.

3.1.3 Trasparenza

Accanto ai requisiti di semplicità e standardizzazione, il Regolamento UE individua nella trasparenza il terzo pilastro della cartolarizzazione "STS", disciplinato dall'art. 22.
Come già emerso in relazione all'art. 21, non è sempre agevole tracciare una linea di demarcazione netta tra standardizzazione e trasparenza, poiché numerosi profili riconducibili alla prima rispondono, in realtà, a esigenze tipicamente informative. Tale sovrapposizione riflette la difficoltà, anche sul piano della prassi operativa, di ricondurre fenomeni complessi entro categorie regolatorie rigidamente distinte.

Informativa storica sulle performance delle esposizioni sottostanti

Il primo e più rilevante[123] obbligo di trasparenza è previsto dall'art. 22, par. 1, che impone al cedente, e in solido anche al promotore, di mettere a disposizione dei potenziali investitori dati storici relativi alla *performance* statica e dinamica delle esposizioni sottostanti, con particolare riferimento a inadempienze e perdite. Tali informazioni devono riguardare esposizioni sostanzialmente analoghe a quelle oggetto di cartolarizzazione, indicandone le fonti e i criteri di comparabilità, e devono riferirsi a un periodo di almeno cinque

[122] SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 32.
[123] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 95.

anni[124]. La previsione è chiaramente finalizzata a prevenire il ripetersi delle prassi emerse prima della crisi finanziaria, caratterizzate dal trasferimento di crediti di bassa qualità in assenza di un'adeguata *disclosure*, con conseguenze negative sulla capacità di rimborso dei titoli cartolarizzati. Pur non vietando formalmente la cessione di crediti deteriorati, la norma ne disincentiva l'utilizzo attraverso l'imposizione di un obbligo informativo particolarmente stringente, facendo discendere dall'assenza di trasparenza l'impossibilità di ottenere la qualifica STS. In tal senso, il legislatore unionale sembra richiamare il principio del *caveat emptor*[125], affidando alla corretta informazione il compito di consentire all'investitore una valutazione consapevole del rischio.

Verifica esterna dei dati sulle esposizioni

La trasparenza si traduce altresì nell'obbligo, previsto dall'art. 22, par. 2, di sottoporre un campione delle esposizioni sottostanti a una verifica esterna svolta da un soggetto adeguato e indipendente[126], chiamato a controllare anche l'esattezza dei dati divulgati. Sebbene la norma non individui espressamente il soggetto tenuto ad adempiere a tale obbligo, la sua natura tecnica induce a ritenere che esso ricada principalmente sul promotore, nell'ambito del ruolo svolto quale *sponsor* o *arranger* dell'operazione[127]. Tuttavia, il par. 5 dell'articolo in commento estende la responsabilità per eventuali violazioni tanto al cedente quanto al promotore. Proprio l'esigenza di indipendenza suggerisce che il soggetto incaricato della verifica debba essere estraneo al perimetro degli attori della cartolarizzazione, così da evitare conflitti di interesse; in tale prospettiva, appaiono particolarmente idonee le società di revisione o professionisti qualificati, mentre più problematica risulta l'attribuzione di tale funzione alle agenzie di *rating*, chiamate poi a esprimere valutazioni sui titoli emessi.

Modelli di flusso di cassa e obblighi informativi continuativi

Ulteriori obblighi informativi sono sanciti dall'art. 22, par. 3, che impone al cedente o al promotore di mettere a disposizione dei potenziali investitori un modello di flusso di cassa

[124] SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 32.
[125] Il compratore deve essere informato del rischio e l'unico modo è la corretta *disclosure*, citato in, DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 96.
[126] SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 32.
[127] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 96.

delle passività, idoneo a rappresentare in modo preciso i rapporti contrattuali intercorrenti tra le esposizioni sottostanti e i flussi di pagamento tra i diversi soggetti coinvolti nell'operazione, inclusa la SSPE. Tale informativa deve essere fornita prima della fissazione del prezzo, ma assume carattere continuativo, dovendo il modello essere messo a disposizione degli investitori su base costante e dei potenziali investitori su richiesta anche successivamente alla determinazione del prezzo[128].

Trasparenza e profili di sostenibilità ambientale

Un ulteriore e più innovativo profilo di trasparenza è introdotto dall'art. 22, par. 4, che, con riferimento ai prestiti relativi a immobili residenziali, veicoli o *leasing* auto, richiede la pubblicazione delle informazioni disponibili sulla *performance* ambientale delle attività finanziate. Tale obbligo, da adempiersi nell'ambito delle informazioni periodiche previste dall'art. 7 del Regolamento, consente all'investitore di valutare se le esposizioni sottostanti soddisfino determinati requisiti di natura etica e ambientale. La disposizione si inserisce nel più ampio dibattito sulla responsabilità sociale dell'impresa e sulla sostenibilità, richiamando, per certi aspetti, le esperienze maturate in ambito di *corporate social responsibility* nel diritto societario di *common law*[129]. Tuttavia, sia nel contesto unionale sia in quello britannico, tali obiettivi appaiono di difficile implementazione sul piano giuridico, in assenza di rimedi azionabili da parte degli *stakeholder* esterni. In mancanza di strumenti di tutela diretta, le informazioni sulla sostenibilità ambientale finiscono per assumere una funzione prevalentemente informativa, rimettendo all'investitore la valutazione circa la loro rilevanza nelle scelte di investimento.

In conclusione, il requisito di trasparenza delineato dall'art. 22 del Regolamento UE mira a rafforzare in modo significativo la qualità e la completezza dell'informativa a disposizione degli investitori, ponendosi come strumento essenziale per una valutazione consapevole del rischio e per il riconoscimento della qualifica STS. Pur presentando taluni profili di difficile attuazione pratica, esso rappresenta un elemento centrale dell'approccio regolatorio unionale alle cartolarizzazioni, pur mantenendo, nel complesso, requisiti pressoché identici alle cartolarizzazioni tradizionali[130].

128 SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 32.
129 DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 97.
130 BONIFAZI A., *In fase di lancio con next generation eu gli strumenti finanziari innovativi*, in

3.1.4 Il regime amministrativo della qualificazione STS

Accanto alla definizione dei requisiti sostanziali di semplicità, standardizzazione e trasparenza, il Regolamento UE sulle cartolarizzazioni delinea un articolato regime di natura amministrativa volto a disciplinare le modalità di qualificazione, pubblicità e vigilanza delle cartolarizzazioni STS. Tale assetto non attribuisce rilievo esclusivamente al rispetto sostanziale dei requisiti, ma introduce anche una serie di adempimenti formali e procedurali che accompagnano l'intero ciclo di vita della cartolarizzazione.

Notifica STS e iscrizione nell'elenco ESMA

La qualificazione STS non discende automaticamente dal mero rispetto dei requisiti di cui agli artt. 20, 21 e 22, ma presuppone una notifica all'ESMA, effettuata congiuntamente dal cedente e dal promotore ai sensi dell'art. 27, par. 1, del Regolamento. Tale notifica avviene mediante un apposito modulo e contiene una dichiarazione circa la conformità della cartolarizzazione ai requisiti previsti dalla normativa europea. Nel caso di programmi ABCP, la responsabilità della notifica ricade esclusivamente sul promotore. A seguito della notifica, l'ESMA provvede all'inserimento della cartolarizzazione in un elenco pubblico delle cartolarizzazioni STS, pubblicato sul proprio sito *web* a fini informativi. È tuttavia espressamente chiarito che l'iscrizione in tale elenco non ha natura costitutiva, né tantomeno sanante: essa non conferisce di per sé la qualifica STS a una cartolarizzazione che, nella sostanza, non ne presenti i requisiti. La conformità ai criteri STS resta pertanto oggetto di verifica costante e rimane di esclusiva responsabilità dei soggetti coinvolti nell'operazione, in particolare del cedente, del promotore e della SSPE[131].

Funzione informativa dell'elenco e ruolo dell'ESMA

La funzione principale della notifica e della successiva pubblicazione nell'elenco ESMA è di natura informativa, come emerge dal Regolamento. L'ESMA si limita, in questa fase, a rendere pubblica la dichiarazione di conformità STS resa dagli operatori, senza svolgere

Finanziamenti su misura News, 2021, n. 8-9, p. 8.
[131] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 104.

un controllo preventivo sul rispetto effettivo dei requisiti. In tal senso, l'Autorità europea assume un ruolo prevalentemente ricognitivo, volto a garantire trasparenza nei confronti degli investitori e delle autorità competenti. Resta tuttavia fermo che, in presenza di condotte dolose, potrebbero configurarsi profili di responsabilità anche in capo all'Autorità[132].

Responsabilità dei soggetti notificanti e ricorso a terzi

Il Regolamento prevede la possibilità che la verifica della conformità ai requisiti STS sia effettuata da un soggetto terzo autorizzato, ai sensi dell'art. 27, par. 2. In tal caso, la notifica deve indicare espressamente che la conformità è stata confermata da tale soggetto, specificandone l'identità e l'autorità competente che lo ha autorizzato. L'eventuale ricorso a un terzo non comporta tuttavia alcuna esenzione di responsabilità per il cedente, il promotore o la SSPE, che restano pienamente responsabili del rispetto degli obblighi previsti dal Regolamento. Analogamente, gli investitori istituzionali continuano a essere assoggettati agli obblighi di *due diligence* previsti dall'art. 5.
Procedure ulteriormente rafforzate[133] sono previste nel caso in cui il cedente o il prestatore originario non sia un ente creditizio o un'impresa di investimento stabilita nell'Unione. In tali ipotesi, la notifica deve essere corredata da ulteriori dichiarazioni relative ai criteri di concessione del credito e all'eventuale assoggettamento a vigilanza.

Cessazione della qualifica STS e aggiornamento dell'elenco

Il regime di notifica non riguarda esclusivamente la fase genetica della cartolarizzazione STS, ma si estende anche alla cessazione dello *status*. Qualora una cartolarizzazione non soddisfi più i requisiti previsti dal Regolamento, il cedente e il promotore sono tenuti a darne immediata comunicazione all'ESMA e alle rispettive autorità competenti. L'elenco delle cartolarizzazioni STS viene conseguentemente aggiornato, includendo anche eventuali informazioni relative a sanzioni amministrative irrogate dalle autorità competenti, così da garantire un'adeguata informazione agli investitori.

[132] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 105.
[133] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 107.

Vigilanza e cooperazione tra autorità

Il Regolamento disciplina un sistema di vigilanza articolata, fondato sulla cooperazione tra autorità nazionali ed europee. L'art. 29 individua le autorità competenti alla vigilanza sui diversi soggetti coinvolti nella cartolarizzazione, prevedendo un concorso di competenze in funzione della natura degli operatori e della fase dell'operazione. In tale contesto, l'ESMA assume un ruolo centrale[134] di coordinamento e monitoraggio del mercato delle cartolarizzazioni, mentre alle autorità nazionali sono attribuiti poteri di vigilanza, indagine e sanzione. Accanto alla vigilanza micro-prudenziale, il Regolamento riconosce inoltre un ruolo di monitoraggio macro-prudenziale al Comitato europeo per il rischio sistemico, chiamato a valutare le implicazioni delle cartolarizzazioni per la stabilità finanziaria dell'Unione.

Si può affermare che il regime amministrativo delineato dal Regolamento Cartolarizzazioni affianca ai requisiti sostanziali STS un complesso sistema di notifica, pubblicità e vigilanza, volto a garantire trasparenza del mercato e responsabilizzazione degli operatori. La qualifica STS emerge così non solo come risultato del rispetto di specifici criteri materiali, ma anche come esito di un processo formale che accompagna l'operazione lungo tutta la sua durata.

3.1.5 Considerazioni sulle cartolarizzazioni a marchio UE

L'analisi dei requisiti di semplicità, standardizzazione e trasparenza, disciplinati rispettivamente dagli artt. 20, 21 e 22 del Regolamento UE sulle cartolarizzazioni, consente di cogliere la portata complessiva dell'intervento del legislatore unionale volto a rifondare il mercato delle cartolarizzazioni su basi più solide e affidabili. Tali requisiti, pur formalmente distinti, risultano strettamente interconnessi, al punto che una netta separazione concettuale tra essi appare, in più passaggi, di difficile attuazione sul piano applicativo.
Il requisito di semplicità è volto ad assicurare una struttura giuridica e finanziaria lineare dell'operazione, fondata su un effettivo trasferimento delle esposizioni e su un chiaro

[134] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 113-115.

assetto dei rapporti tra i soggetti coinvolti. La standardizzazione interviene invece a disciplinare aspetti strutturali e operativi dell'operazione, quali la gestione dei rischi finanziari, la struttura dei flussi di pagamento, il contenuto della documentazione contrattuale e i meccanismi di governo dell'operazione, riducendo il margine di autonomia negoziale e favorendo la comparabilità tra cartolarizzazioni. La trasparenza completa il quadro, imponendo obblighi informativi particolarmente stringenti, sia nella fase di strutturazione sia lungo l'intera vita dell'operazione, al fine di consentire agli investitori una valutazione consapevole dei rischi sottostanti.
Accanto ai requisiti sostanziali, il Regolamento affianca un articolato regime amministrativo di qualificazione STS, fondato su obblighi di notifica, pubblicità e vigilanza. La qualifica STS non discende automaticamente dal rispetto dei requisiti materiali, ma presuppone una dichiarazione di conformità da parte dei soggetti coinvolti e la conseguente iscrizione della cartolarizzazione in un elenco pubblico tenuto dall'ESMA, avente funzione meramente informativa e non costitutiva. La responsabilità per la conformità ai requisiti STS resta in ogni caso in capo al cedente, al promotore e alla SSPE, mentre alle autorità europee e nazionali è attribuito un ruolo di monitoraggio e vigilanza, improntato alla cooperazione e al coordinamento.

Nel loro complesso, i requisiti STS e il correlato regime amministrativo non si limitano a introdurre vincoli formali, ma perseguono un obiettivo più ampio di rafforzamento della fiducia nel mercato delle cartolarizzazioni, attraverso l'allineamento degli incentivi tra operatori e investitori e una maggiore trasparenza informativa[135]. Parte della dottrina[136] ha tuttavia evidenziato come il percorso di piena valorizzazione delle cartolarizzazioni STS possa risultare graduale, anche in considerazione della complessità del quadro regolatorio e della severità del regime sanzionatorio, elementi che potrebbero incidere sul ritmo di adozione di tali operazioni da parte del mercato. Ciò nondimeno, l'evoluzione normativa in atto sembra segnare un cambiamento di approccio significativo, volto a reintegrare le cartolarizzazioni nel sistema economico in una prospettiva più equilibrata e non punitiva.

[135] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 63-68.
[136] SHIREN N., COLLINS A., *op. cit.*, p. 34.

3.2 Possibili conseguenze e criticità per il mercato

3.2.1 Le cartolarizzazioni e lo *shadow banking*

Nel dibattito sviluppatosi a seguito della crisi finanziaria del 2007–2008, una delle principali criticità emerse con riferimento alle operazioni di cartolarizzazione è stata ricondotta al fenomeno dello *shadow banking*[137], espressione utilizzata per descrivere forme di intermediazione creditizia svolte al di fuori del perimetro della banca tradizionale e delle relative tutele.

Nel nuovo contesto di mercato, l'investitore che acquista titoli emessi da un veicolo di cartolarizzazione non beneficia delle forme di protezione tipicamente riconosciute al depositante bancario in caso di insolvenza dell'intermediario. L'attività di trasformazione delle scadenze e dei crediti viene infatti svolta da entità specializzate, quali veicoli o *conduit*, che emettono titoli sul mercato senza offrire la garanzia di rimborso propria dei depositi bancari. In passato, tale operatività è stata favorita anche dal fatto che i veicoli di cartolarizzazione non fossero soggetti a una disciplina regolamentare organica, consentendo alle banche di svolgere determinate attività al di fuori del proprio bilancio[138].

Decentralizzazione dell'intermediazione: benefici potenziali

La decentralizzazione dell'attività di emissione dei titoli, dalla banca *originator* alla società veicolo, presenta tuttavia anche profili positivi. In primo luogo, essa può accrescere il benessere degli investitori attraverso l'ampliamento della gamma di prodotti finanziari disponibili sul mercato. In secondo luogo, la distribuzione delle perdite tra una pluralità di operatori di dimensioni più contenute può contribuire a rafforzare la resilienza del sistema finanziario, attenuando il rischio legato al fenomeno del *too big to fail*[139].

[137] ALEXANDER K., *Principles of Banking Regulation*, Cambridge, 2019, p. 301.
[138] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 25-26.
[139] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, p. 28.

Profili critici e rischio sistemico

Accanto a tali benefici, la dottrina[140] ha evidenziato anche rilevanti aspetti negativi. Per loro natura, i fenomeni riconducibili allo *shadow banking* risultano maggiormente esposti a fallimenti del mercato rispetto al sistema bancario tradizionale. In particolare, la frammentazione dell'intermediazione e l'elevato grado di interconnessione tra operatori possono accrescere l'opacità del mercato, rendendo più difficile la corretta valutazione dei rischi e favorendo l'accumulo di vulnerabilità latenti, che tendono a manifestarsi in modo improvviso in fasi di tensione finanziaria.

Le criticità dello *shadow banking* possono essere ricondotte inoltre, a diverse forme di inefficienza del mercato (*market failures*). Una prima categoria è rappresentata dalle inefficienze informative, connesse alla complessità delle operazioni e delle strutture coinvolte. Sebbene strumenti quali la semplificazione o la standardizzazione possano costituire una risposta a tali problemi, essi non sono privi di rischi, potendo talvolta produrre effetti controintuitivi, come l'aumento del rischio sistemico derivante dalla concentrazione delle esposizioni.

Un'ulteriore tipologia è costituita dalle inefficienze da razionalità, riconducibili al fatto che gli operatori non sempre agiscono secondo criteri pienamente razionali. In tale contesto, non sono infrequenti decisioni di investimento basate su modelli matematici o strutture tecniche di difficile comprensione, che possono indurre gli investitori a sottovalutare i rischi effettivi dell'operazione[141].

Si aggiungono poi le inefficienze connesse al rapporto tra mandante e mandatario (*principal-agent failure),* tipiche dei contesti in cui emergono conflitti di interesse tra proprietari e *manager* di banche o imprese di investimento. Meccanismi di remunerazione orientati al breve periodo possono infatti incentivare l'assunzione di rischi elevati, non sempre coerenti con l'interesse di lungo termine degli investitori.

Infine, si segnalano le inefficienze da incentivi, che si manifestano quando la possibilità di diversificare il rischio induce gli investitori a ritenere, erroneamente, che esso sia stato integralmente neutralizzato *ex ante*, riducendo così l'attenzione al monitoraggio *ex post*

[140] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 30-31.
[141] DE GIOIA CARABELLESE P., *op. cit.*, pp. 32-33.

delle *performance* dell'investimento.

Il nuovo quadro regolatorio europeo

Il Regolamento (UE) 2017/2402, promuovendo un vero e proprio "marchio di qualità" delle operazioni conformi agli *standard* discussi in precedenza, ha introdotto obblighi di *due diligence* in capo agli investitori istituzionali e il requisito di mantenimento del rischio, volti a contenere le inefficienze sopra descritte e a prevenire il ripetersi delle distorsioni che avevano caratterizzato il periodo precedente alla crisi finanziaria.

Resta però escluso dall'ambito di applicazione del Regolamento UE il settore delle agenzie di *rating*, pur strettamente connesso alle operazioni di finanza strutturata. Tale scelta appare giustificata dal fatto che l'attività di valutazione del merito di credito è già oggetto di una disciplina settoriale specifica, profondamente riformata negli ultimi anni, alla quale il legislatore unionale ha ritenuto opportuno continuare a fare riferimento.

In sintesi, il fenomeno delle cartolarizzazioni presenta un impatto ambivalente sul sistema finanziario: da un lato offre opportunità di efficienza, diversificazione e resilienza, dall'altro solleva rilevanti criticità in termini di trasparenza, incentivi e stabilità sistemica. Il nuovo quadro regolatorio europeo si inserisce in questo contesto con l'obiettivo di ridurre tali criticità, senza rinunciare alle potenzialità economiche dello strumento.

3.3 Il mercato delle cartolarizzazioni oggi e domani

Si ritiene necessario, alla luce delle riflessioni che seguiranno, fare una breve premessa generale sul livello di profittabilità delle banche europee, rispetto alle banche USA.

Secondo un *report* redatto direttamente dall'ex presidente della BCE, Mario Draghi, per conto della Commissione Europea, la capacità delle banche europee di finanziare investimenti di dimensioni considerevoli è limitata da una bassa profittabilità, costi elevati e una scala dimensionale minore rispetto alle controparti USA. C'è, inoltre, una forte relazione che lega la profittabilità di una banca e la sua capacità di finanziare l'economia: infatti,

meno profittevoli sono le banche e, meno sono propense a concedere capitale di rischio per finanziare grossi investimenti[142]. C'è un *gap* persistente tra il ROE (*return on equity*) delle banche Europee e quelle USA, causato in larga parte da costi netti e commissioni più alte applicati dalle banche statunitensi. Inoltre, le banche USA sono più attive nel mercato dei capitali (rispetto a quelle europee) e traggono maggiori benefici, anche grazie, ad un mercato dei capitali unico. D'altra parte, le banche europee si trovano ad interfacciarsi con costi più alti in termini di adattamento in ambito regolamentare (*compliance costs*), e soffrono una maggiore frammentazione, causata in larga parte da un'incompleta unione bancaria. Questa frammentazione sta a significare che le banche europee non possono competere con la scala di dimensioni di quelle statunitensi, da ogni punto di vista. A titolo di esempio, come si può evincere dalla tabella qui sotto, la più grande banca USA (JP Morgan), ha una capitalizzazione di mercato dieci volte superiore la capitalizzazione delle prime dieci banche europee insieme.

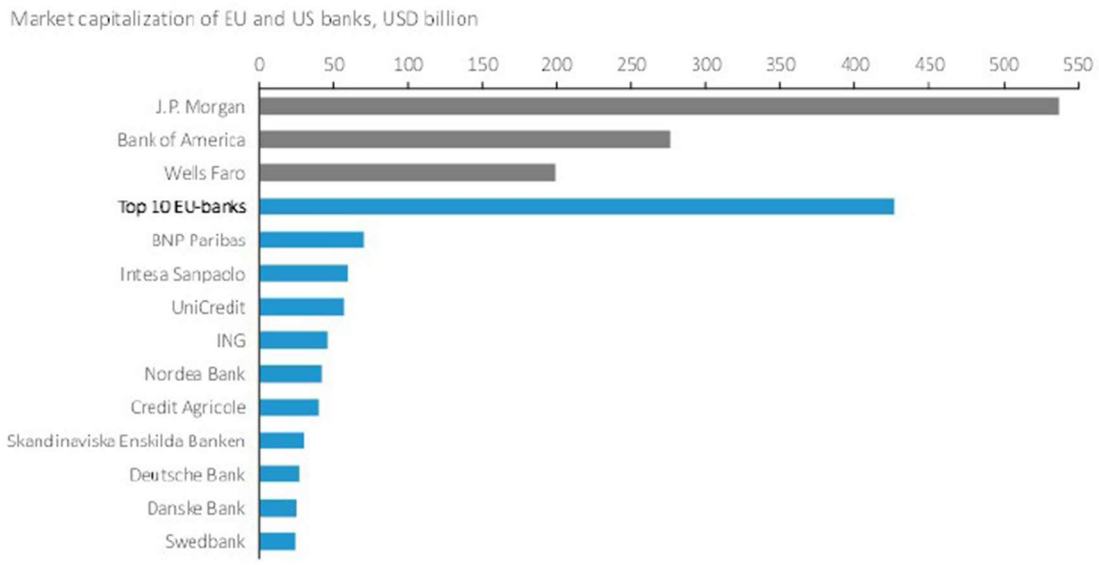

Figura 5: Capitalizzazione di mercato delle banche[143]

Inoltre, le banche in Europa non possono fare affidamento sulla cartolarizzazione nella stessa misura delle loro controparti statunitensi. Nel contesto dell'Unione europea, la cartolarizzazione potrebbe fungere invece, tra le altre cose, da strumento sostitutivo rispetto alle carenze in tema di integrazione dei mercati dei capitali, permettendo così alle banche

[142] EUROPEAN COMMISSION, *The Future of European Competitiveness. Part B: In-depth analysis and recommendations*, Luxemburg, 2024, p. 287.
[143] BLOOMBERG, Marzo 2024, cit. in, European Commission, *op. cit*., p. 287.

di raggruppare prestiti originati in diversi Stati membri in attività standardizzate e negoziabili, acquistabili anche da investitori non bancari. Tale processo contribuirebbe a convogliare risorse finanziarie non bancarie all'interno dei mercati finanziari dell'UE.

Ad oggi, il mercato europeo delle cartolarizzazioni è molto meno sviluppato rispetto a quello statunitense, come si può evincere dalla figura 6. Nel 2022, le emissioni annue di cartolarizzazioni nell'UE si sono attestate ad appena lo 0,3% del PIL, mentre negli Stati Uniti hanno raggiunto il 4% del PIL.

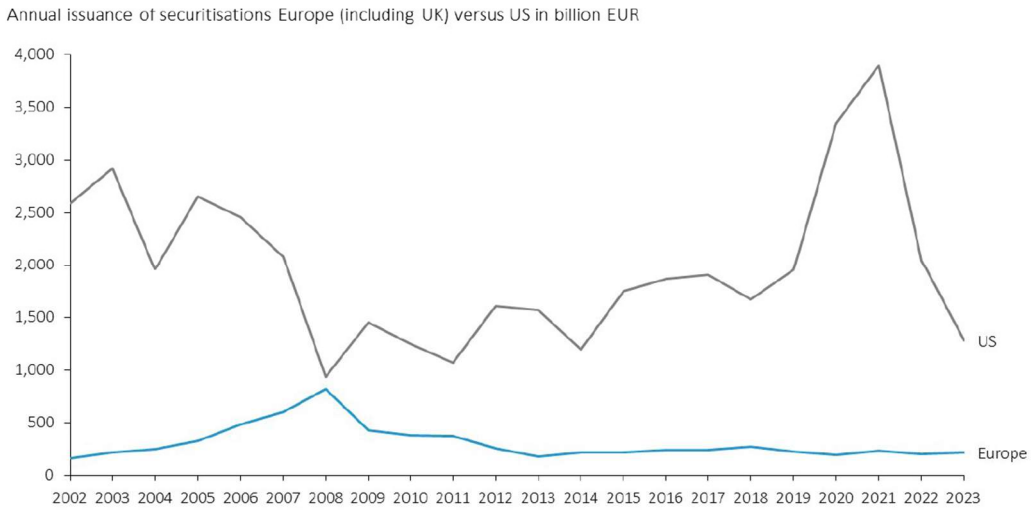

Figura 6: Volumi di emissione di cartolarizzazioni USA *versus* UE[144]

Tali differenze derivano in parte da un quadro normativo europeo più rigoroso sotto il profilo dei requisiti prudenziali e delle regole in materia di trasparenza e *disclosure*, che vanno oltre quelle previste negli Stati Uniti[145]. In secondo luogo, nell'UE manca un equivalente delle *government-sponsored enterprises* (GSEs) statunitensi. Le GSEs hanno svolto un ruolo cruciale nel promuovere la standardizzazione dei prodotti ipotecari tra le banche e i diversi Stati americani, riducendo i costi di transazione, abbassando il rischio di credito sia per le banche sia per gli acquirenti e contribuendo alla creazione di un mercato ampio e profondo.

Tuttavia, è bene ricordare che lo smantellamento della regolamentazione dei mercati e del settore bancario nel periodo precedente alla crisi economica e finanziaria del 2007-2008

144 AFME, 2023, cit. in European Commission, *op. cit.*, p. 288.
145 EUROPEAN COMMISSION, *op. cit.*, pp. 287-288.

è stato una delle principali cause della crisi stessa. Pertanto, per sfruttare pienamente i benefici della cartolarizzazione ai fini dello sviluppo dei mercati dei capitali, è necessario mantenere un'attenta vigilanza dei mercati e una regolamentazione bancaria prudente[146].

Le prospettive di riforma nel regime STS

In una prospettiva evolutiva, il dibattito sul futuro delle cartolarizzazioni STS si inserisce nel più ampio tema della competitività del sistema finanziario europeo. Il *Report* redatto da Mario Draghi per la Commissione europea evidenzia[147] come l'attuale assetto regolamentare continui a limitare il pieno sviluppo del mercato europeo delle cartolarizzazioni, in particolare a causa di requisiti prudenziali ritenuti eccessivamente onerosi rispetto al rischio effettivo delle esposizioni STS.
In tale contesto, si propone una revisione mirata degli assorbimenti patrimoniali applicabili alle cartolarizzazioni, con specifico riferimento alla riduzione del cosiddetto *p-factor*, la cui funzione moltiplicativa dei requisiti di capitale è stata criticata per l'effetto disincentivante, soprattutto nei confronti delle cartolarizzazioni aventi ad oggetto portafogli *corporate* e PMI. Il *Report* suggerisce, inoltre, un riesame delle regole in materia di trasparenza e *due diligence*, l'istituzione di una piattaforma europea di cartolarizzazione e l'eventuale introduzione di strumenti di sostegno pubblico mirato, quali garanzie sulla *tranche* di prima perdita.
Tali proposte si muovono nella direzione di un riequilibrio tra esigenze di stabilità finanziaria e obiettivi di crescita, riaprendo il dibattito sull'effettiva proporzionalità del trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni STS e sul ruolo che queste possono svolgere nel finanziamento dell'economia reale europea.

3.3.1 La cartolarizzazione nell'era post *Securitisation Regulation*

Il mercato italiano delle cartolarizzazioni STS 18 mesi dopo la prima emissione

A breve distanza temporale dall'entrata in vigore del *Securitisation Framework* europeo,

146 EUROPEAN COMMISSION, *op. cit.*, p. 288.
147 EUROPEAN COMMISSION, *op. cit.*, pp. 292-295.

parte della dottrina aveva già tentato una prima valutazione dell'impatto della nuova disciplina sulle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS). In particolare, in un contributo pubblicato nel 2020, si evidenziava come, pur non essendo ancora completato l'intero impianto normativo attuativo, il mercato europeo avesse accolto favorevolmente il nuovo quadro regolamentare[148].

Alla data considerata, l'elenco delle operazioni STS pubblicato dall'ESMA registrava circa 350[149] cartolarizzazioni (sia pubbliche sia private) notificate come conformi agli articoli 19–22 ovvero 23–26 del Regolamento (UE) 2017/2402. Tale dato veniva interpretato quale segnale di una progressiva, seppur prudente, adesione degli operatori al nuovo regime.

Con specifico riguardo al mercato italiano, l'analisi rilevava che, a partire dal maggio 2019 (mese della prima cartolarizzazione STS realizzata da un cedente stabilito in Italia) le operazioni STS pubbliche concluse nel nostro Paese risultavano essere poco più di venti. Un numero ancora contenuto, ma ritenuto significativo in una fase iniziale di applicazione della disciplina. Si osservava inoltre come, nella maggior parte dei casi, fosse stato coinvolto un Terzo Verificatore, a testimonianza della cautela degli operatori nell'assicurare la piena conformità ai requisiti STS.

Secondo tale ricostruzione, il mercato italiano (in linea con altri ordinamenti europei) avrebbe mostrato un interesse concreto verso le cartolarizzazioni STS, anche in ragione del trattamento prudenziale più favorevole riconosciuto dalla disciplina CRR ai titoli *asset-backed* emessi nell'ambito di tali operazioni. Proprio il beneficio in termini di minori requisiti patrimoniali veniva individuato come uno dei principali fattori incentivanti.

In quella fase iniziale, l'Autore riteneva inoltre ragionevole ipotizzare che, una volta completato il quadro regolamentare (con particolare riferimento allo sviluppo delle cartolarizzazioni STS sintetiche) tale tipologia di operazioni potesse divenire uno strumento ricorrente per le cartolarizzazioni aventi ad oggetto attivi *performing*. Analogamente, si prospettava un possibile incremento delle *retained securitisations* qualificate come STS, anche in considerazione del trattamento prudenziale privilegiato e delle possibili evoluzioni della disciplina della Banca Centrale Europea in materia di idoneità degli *asset-backed securities* come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

148 GIANNESI G., *op. cit.*, p. 7.
149 *Ibidem*.

Il mercato delle cartolarizzazioni oggi in UE

A distanza di alcuni anni dalle prime valutazioni formulate nel 2020, il quadro del mercato europeo delle cartolarizzazioni appare in progressiva evoluzione. Secondo quanto riportato dalla stampa economica specializzata[150], nel primo semestre del 2025 le emissioni europee si sono attestate intorno ai 135 miliardi di euro, su livelli sostanzialmente in linea con quelli dell'anno precedente.

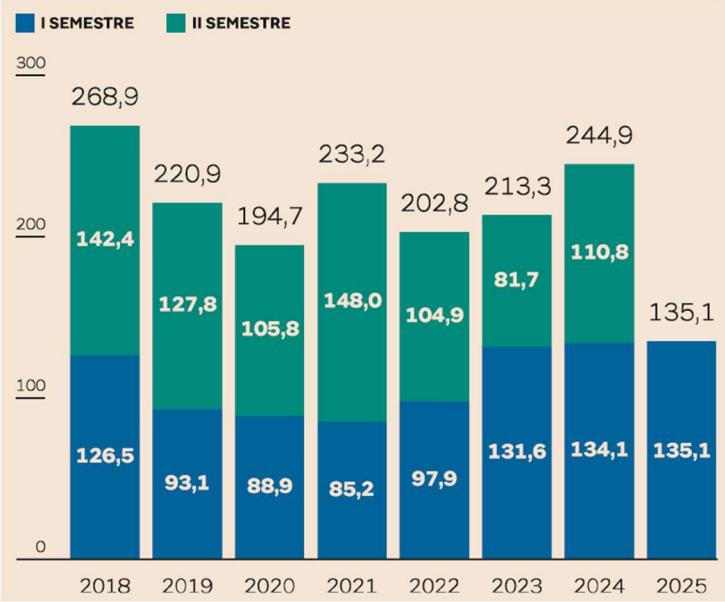

Figura 7: Ammontare di cartolarizzazioni emesse in Europa, *in miliardi di euro*[151].

Nel medesimo articolo si evidenzia altresì come gli operatori del settore[152] colgano segnali incoraggianti di rafforzamento del mercato, rilevando una rinnovata attenzione verso lo strumento della cartolarizzazione quale canale di finanziamento dell'economia reale.

L'articolo sottolinea tuttavia che tale andamento si inserisce in un contesto ancora caratterizzato da prudenza regolamentare e da attese per una possibile revisione del *framework*

[150] CELLINO M., *Cartolarizzazioni, mercato in ripresa e attesa per le nuove regole europee,* in *il Sole 24 Ore,* 22 agosto 2025, p. 21.
[151] AFME, 2025, cit. in, CELLINO M., *op. cit.*, p. 21.
[152] Nell'articolo in questione interviene sul tema Luigi Bussi, responsabile del *Corporate & Investment Banking* di Banca Finint, il quale nel 1991 ha strutturato la prima operazione di cartolarizzazione realizzata in Italia.

europeo. Viene richiamato, in particolare, il dibattito in corso in sede europea volto a semplificare alcune disposizioni della *Securitisation Regulation* e a riconsiderare taluni profili prudenziali ritenuti eccessivamente restrittivi dagli operatori.
L'analisi evidenzia inoltre come la complessità normativa e il livello degli assorbimenti patrimoniali continuino a rappresentare un elemento di contenimento strutturale dello sviluppo del mercato europeo, specie se posto a confronto con quello statunitense, pur ribadendosi la necessità di preservare un adeguato equilibrio tra obiettivi di competitività e tutela della stabilità finanziaria.

3.3.2 Proposte di modifica al Regolamento cartolarizzazioni

Tra le varie iniziative di potenziamento del *framework* europeo sulla cartolarizzazione sorte negli ultimi anni, la più concreta è stata la proposta di revisione della *Securitisation Regulation* del 17 giugno 2025[153], la quale si colloca nel più ampio contesto delle iniziative europee volte al rafforzamento dell'Unione dei mercati dei capitali e al potenziamento della capacità di finanziamento dell'economia dell'Unione. L'intervento pone la riflessione sul fatto che, a quasi un decennio dall'adozione del *framework* del 2017, il mercato europeo delle cartolarizzazioni non ha raggiunto i livelli di profondità e competitività auspicati, specie se confrontato con quello statunitense.
La Commissione sembra dunque perseguire una logica di ricalibratura del sistema normativo, orientata non già alla deregolamentazione, bensì alla rimozione di elementi di complessità e rigidità ritenuti eccedenti rispetto agli obiettivi di tutela perseguiti nel periodo *post* crisi.

Il principio di proporzionalità come criterio guida

La proposta si fonda, in primo luogo, su una rilettura del principio di proporzionalità[154]. L'esperienza applicativa maturata negli anni successivi all'entrata in vigore del Regolamento ha evidenziato come gli obblighi previsti (in particolare in materia di trasparenza

[153] COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del parlamento europeo e del consiglio che modifica il regolamento (UE) 2017/2402*, 2025, URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025PC0826.
[154] COMMISSIONE EUROPEA, *op. ult. cit.*, pp. 1-3.

e *due diligence*) possano risultare eccessivamente onerosi rispetto al profilo di rischio effettivo delle operazioni, soprattutto quando rivolte a investitori professionali.
L'intervento si propone pertanto di razionalizzare gli adempimenti informativi, riducendo duplicazioni e formalismi, senza incidere sul nucleo sostanziale delle informazioni necessarie per una corretta valutazione del rischio. In tale prospettiva, la revisione dei *template* di *reporting*[155] e la differenziazione tra operazioni pubbliche e private si configurano come strumenti di alleggerimento amministrativo coerenti con un approccio *risk-based*.

La revisione degli obblighi di *due diligence* e la certezza applicativa

Un secondo asse di intervento concerne la disciplina della *due diligence* degli investitori istituzionali. La Commissione prende atto delle difficoltà interpretative e operative emerse negli anni, che hanno contribuito ad accrescere l'incertezza giuridica e, indirettamente, a disincentivare l'investimento in strumenti cartolarizzati.
La proposta mira, dunque, a chiarire l'ambito e la portata degli obblighi gravanti sugli investitori, rafforzando la coerenza tra i diversi atti normativi settoriali e riducendo il rischio di sovrapposizioni regolatorie[156]. In tal modo, l'intervento si inserisce nella più ampia strategia europea di semplificazione normativa e di miglioramento della qualità della regolazione finanziaria.

Il rafforzamento del regime STS quale modello di riferimento

Particolare rilievo assume la volontà di consolidare e valorizzare il regime delle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS), considerato il fulcro qualitativo del *framework* europeo. La proposta tende a rendere più accessibile la qualifica STS, attraverso chiarimenti interpretativi e adeguamenti tecnici volti a ridurre incertezze applicative[157].
In termini sistematici, tale orientamento conferma la scelta europea di privilegiare un modello di mercato fondato sulla standardizzazione e sulla trasparenza, piuttosto che sulla mera espansione quantitativa delle operazioni. Il rafforzamento del regime STS appare dunque funzionale nel favorire lo sviluppo del mercato e nel presidio del rischio.

155 COMMISSIONE EUROPEA, *op. ult. cit.*, pp. 4-6.
156 COMMISSIONE EUROPEA, *op. ult. cit.*, pp. 6-8.
157 COMMISSIONE EUROPEA, *op. ult. cit.*, pp. 9-11.

Coordinamento con la disciplina prudenziale e coerenza dell'architettura *post* crisi

La proposta non interviene direttamente sulla disciplina dei requisiti patrimoniali contenuta nel CRR, ma, ciò nonostante, richiama espressamente la necessità di una maggiore coerenza tra regolazione strutturale delle cartolarizzazioni e trattamento prudenziale.
L'approccio adottato è orientato a preservare l'impianto di stabilità finanziaria costruito nel periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008, ma al contempo cerca di limitarne le rigidità laddove l'esperienza applicativa ne abbia evidenziato la sproporzione rispetto al rischio effettivo[158].

Nel complesso, la proposta di revisione della *Securitisation Regulation* non pone un ripensamento radicale del *framework* del 2017, bensì di un intervento volto a migliorarne l'efficienza operativa, rafforzarne la coerenza sistematica e ridurne gli oneri amministrativi non strettamente necessari.
La sfida consiste nel mantenere un equilibrio tra due esigenze contrapposte: da un lato, sostenere il ruolo della cartolarizzazione quale strumento di diversificazione delle fonti di finanziamento e di rafforzamento della capacità di credito del sistema bancario; dall'altro, evitare un indebolimento delle garanzie di trasparenza e controllo del rischio che costituiscono l'eredità maturata nella stagione *post* crisi.

3.3.3 *Green securitization*

Se il regime delle cartolarizzazioni STS ha rappresentato il tentativo dell'Unione europea di ricostruire la fiducia nello strumento attraverso criteri di semplicità, trasparenza e standardizzazione, il dibattito più recente suggerisce una possibile ulteriore evoluzione qualitativa della cartolarizzazione, connessa agli obiettivi della transizione ecologica.

La crescente integrazione dei fattori ambientali nelle politiche finanziarie europee ha infatti aperto la strada alla riflessione sulle cosiddette *green securitisations*, ossia operazioni di cartolarizzazione funzionalizzate al finanziamento di attività coerenti con la

[158] COMMISSIONE EUROPEA, *op. ult. cit.*, pp. 2-3.

decarbonizzazione dell'economia. In tale prospettiva, la cartolarizzazione non si limita a essere uno strumento tecnico di trasferimento del rischio di credito, ma diviene un meccanismo potenzialmente idoneo a liberare capitale e a favorire l'espansione dei prestiti destinati a progetti sostenibili[159].

Il modello si presta a una duplice configurazione: da un lato, cartolarizzazioni aventi ad oggetto portafogli di attivi "*green*"; dall'altro, operazioni in cui i proventi dell'emissione sono destinati a finanziare nuovi investimenti ambientalmente sostenibili. In entrambi i casi, la funzione economica tradizionale della cartolarizzazione (trasferimento del rischio e ottimizzazione del bilancio dell'*originator*) si intreccia con una finalità di riallocazione del capitale in senso ambientale[160].

Tale evoluzione assume rilievo anche alla luce del tema degli *stranded assets*[161], ossia attività esposte al rischio di svalutazione in conseguenza dell'inasprimento delle politiche climatiche. In questo contesto, la cartolarizzazione potrebbe contribuire a ridurre l'esposizione a settori ad alta intensità carbonica e ad accelerare la sostituzione progressiva degli attivi "*brown*" con attivi coerenti con gli obiettivi climatici europei.

Resta tuttavia aperta la questione dell'inquadramento regolamentare di tali operazioni. A differenza del regime STS, fondato su un'etichetta normativa armonizzata, le *green securitisations* non dispongono, allo stato attuale, di un quadro unitario europeo che ne definisca requisiti e criteri qualificatori[162].

[159] AGLIARDI R., *Green securitisation*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Bologna, 2022, n. 12, pp. 2-3.
[160] AGLIARDI R., *op. cit*., pp. 3, 7-10.
[161] AGLIARDI R., *op. cit*., pp. 11-14.
[162] AGLIARDI R., *op. cit*., pp. 15-16.

Conclusioni

Il percorso ricostruttivo svolto nel presente elaborato ha consentito di analizzare l'evoluzione della disciplina europea in materia di cartolarizzazioni, con particolare riferimento al regime delle operazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS). L'introduzione del *Securitisation Regulation* del 2017 si inserisce nel più ampio processo di riforma *post* crisi, volto a ricostruire la credibilità di uno strumento che, pur avendo avuto un ruolo nella crisi finanziaria del 2008, continua a rappresentare un meccanismo essenziale di finanziamento dell'economia reale.

Il modello STS ha segnato un punto di svolta rispetto alla fase precedente, proponendo un quadro normativo orientato alla qualità strutturale delle operazioni. I requisiti di semplicità, trasparenza e standardizzazione hanno costituito il tentativo del legislatore europeo di distinguere le cartolarizzazioni caratterizzate da maggiore solidità e comprensibilità, favorendo una più efficace valutazione del rischio da parte degli investitori e rafforzando la stabilità del sistema.
Nei primi anni di applicazione, il regime STS ha contribuito a definire uno *standard* comune europeo, incidendo positivamente sulle prassi di mercato e sulla chiarezza delle operazioni. Tuttavia, come emerso anche dall'analisi delle successive proposte di modifica della disciplina, l'obiettivo di un pieno rilancio del mercato europeo delle cartolarizzazioni non può dirsi ancora completamente raggiunto. Le recenti iniziative della Commissione europea si muovono in una logica di ribilanciamento tecnico, volto a semplificare gli obblighi informativi, a chiarire le regole di *due diligence* e a rafforzare l'accessibilità del regime STS, senza mettere in discussione l'impianto sistemico costruito nel periodo *post* crisi. Tale approccio testimonia la volontà di unire stabilità finanziaria e competitività dei mercati dei capitali, in un contesto europeo ancora caratterizzato da una significativa dipendenza dal finanziamento bancario.
L'analisi dei dati più recenti mostra un mercato che appare in fase di consolidamento, con segnali di stabilizzazione ma senza una crescita strutturale particolarmente marcata. Il regime STS sembra aver contribuito a migliorare la qualità delle operazioni più che la loro quantità, confermando la centralità del profilo qualitativo nella strategia europea.

In una prospettiva evolutiva, il dibattito sulle *green securitisations* evidenzia come la cartolarizzazione possa assumere un ruolo ulteriore nel quadro delle politiche europee, contribuendo non solo alla gestione del rischio e alla liberazione di capitale, ma anche alla riallocazione delle risorse verso attività coerenti con la transizione ecologica. Pur trattandosi di un ambito ancora in via di definizione regolamentare, tale evoluzione segnala una possibile integrazione tra standardizzazione strutturale e sostenibilità ambientale, aprendo nuove direttrici di sviluppo dello strumento.

In conclusione, il regime STS rappresenta un passaggio fondamentale nel processo di riqualificazione della cartolarizzazione nel diritto europeo dei mercati finanziari. Le riforme attuate e quelle prospettate confermano che il percorso non è concluso, ma si colloca in una dinamica di progressivo adattamento alle esigenze del mercato e agli obiettivi strategici dell'Unione. La capacità del legislatore europeo di mantenere un equilibrio tra semplificazione, tutela degli investitori e stabilità sistemica costituirà il principale fattore determinante per l'evoluzione futura del mercato delle cartolarizzazioni.

BIBLIOGRAGIA

- M. Cellino, *Cartolarizzazioni, mercato in ripresa e attesa per le nuove regole europee,* in *il Sole 24 Ore,* 22 agosto 2025.
- F. Colagrande et al., *Le operazioni di Securitization*. Il Sole 24 ore, 1999.
- *Legge 30 aprile 1999, n. 130*, 1999.
- M. Damilano, *La Securitisation dei crediti*, G. Giappichelli Editore, 2000.
- M. Damilano, *Finanza strutturata: Le operazioni di cartolarizzazione dei crediti,* G. Giappichelli, 2023.
- P. Bontempi, *La Securitization,* in *Teoria e Pratica del Diritto*, Giuffrè Editore, Milano, 1999.
- P. Ferro-Luzzi a cura di C. Pisanti, *La Cartolarizzazione: Commento alla legge n.130/99*, Giuffrè Editore, 2005.
- C. Proto, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il Fallimento,* 1999.
- Enrico Ginevra, *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, in *Diritto Commerciale Interno e Internazionale,* G. Giappichelli editore, Torino, 2019.
- Corbo Alessandro, Polizzi Salvatore, *Cartolarizzazione, società veicolo e Servicer: Profili economico-finanziari, normativi, disclosure,* G. Giappichelli Editore, Torino, 2024.
- De Gioia Carabellese P, *Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate: dallo shadow banking al techno banking*, in *Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture,* Cacucci Editore, Bari, 2020.
- De Gioia Carabellese P, Camilla Della Giustina, *La disciplina della cartolarizzazione fra finanza privata e finanza pubblica,* in *Riv. della Corte dei Conti*, 2021, n. 5.
- De Gioia Carabellese P, *Le cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2019.
- De Gioia Carabellese P. e Davini s., *Cartolarizzazioni, Sts securitisations ed esenzione da revocatoria*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2021, 3-4.
- Chiara D'Elia, *Finanza Strutturata e rilancio dell'economia europea*, in *Contr. e impr.* 2024, I, n.

- Giannesi G., Consoli G., *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, in *dirittobancario.it,* 2020*;*
- Donato G.B., *Cartolarizzazioni omogenee, semplici e trasparenti*. *Comitato di Basilea e IOSCO indicano i criteri*, 2015;
- Agneto A., Matullo M., *Cartolarizzazioni: lo stato dell'arte nel framework europeo alla luce dei nuovi standard tecnici*, in *dirittobancario.it*, 2020.
- Virga P., *La cartolarizzazione: una operazione nuova, anzi antica*, in *Giustizia civile*, X, 2001;
- 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.
- P. Gualtieri, *Taluni aspetti problematici attinenti la realizzazione di programmi di securitization in Italia*, in *Banche e Banchieri, 2000.*
- Cristian Sgaramella, Roberto Percoco, Giovanni Bombaglio, Valeria Saponaro, *Focus cartolarizzazioni: adeguamento nazionale alla normativa comunitaria*, in *Amministrazione & Finanza*, 2022, n. 12.
- Von Reden H., *Regulation of Securitised Products Post the Financial Crisis*, in *UCL Journal of Law and Jurisprudence*, London, 2013.
- Nick Shiren, Alex Collins, *STS: a new age for European Securitisations*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019, URL: https://www.cadwalader.com/uploads/books/d277abd8e54d0c5836e6b03a219b4520.pdf.
- EBA, *EBA Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations*, 2014, URL: https://www.eba.europa.eu/.
- EBA, *the EBA report on Synthetic Securitisation*, 2015, URL: https://www.eba.europa.eu/.

- ESRB, *Unveiling the impact of STS on-balance-sheet securitisation on EU financial stability*,2025,URL:https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report202505_syntheticSTSsecuritisation.e pdf?6c3885349149fe9b6edb268d98d24490.
- Rossella Agliardi, *Green securitisation*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2022, n. 12.
- Villa Alessandra, *I risultati delle cartolarizzazioni*, in *Foro it*., 2007, vol. 130, n. I, 2007.
- Scaroni C., *Il patrimonio separato della società veicolo per la cartolarizzazione dei crediti*, in *Contratto e Impresa*, 2005;
- MODULO F., ZACCAGNINI C., *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2000.
- Frignani Aldo, *La «securitization» come strumento di smobilizzo dei crediti di massa*, in *Foro it*., vol. 118, no. 6, 1995, p. 293/294-305/306.
- Gary Gorton e Nicholas S. Souleles, *Special Purpose Vehicles and Securitization*, in *National Bureau of Economic Research*, 2005, URL: http://www.nber.org/papers/w11190.
- Markus Krebsz, *Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch*, in *SII Series on Financial Services Operations*, 2011.
- D. Galletti, G. Guerrieri, *La cartolarizzazione dei crediti*, il Mulino/Ricerca, Bologna, 2022.
- Commissione Europea, *Proposta di Regolamento del parlamento europeo e del consiglio che modifica il regolamento (UE) 2017/2402*, 2025, URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025PC0826.
- *Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017* che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e istituisce un quadro specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, L 347 del 28 dicembre 2017.
- European Commission. *The Future of European Competitiveness. Part B: In-depth analysis and recommendations*, 2024.

- Patrizio Messina, *GACS: lo strumento pioniere in Europa per lo smaltimento dei crediti deteriorati*, in *Contr. e impr.* 2019, n. 4.

- Alberto Bonifazi, *In fase di lancio con next generation eu gli strumenti finanziari innovativi*, in *Finanziamenti su misura News*, 2021, n. 8-9.

- Rucellai C, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. Comm*., Milano, 1999.

- A. Sciarrone Alibrandi, *La nuova disciplina delle cartolarizzazioni immobiliari,* in *Rivista di diritto bancario*, Roma, 2019.