

Maggio 2021

CMRP: le nuove norme europee su cartolarizzazioni di NPL e cartolarizzazioni sintetiche STS

Federico Del Monte, Partner, Hogan Lovells Studio Legale

1. Introduzione

Il 1° gennaio del 2019 entrava in vigore il Regolamento (UE) 2017/2402 (c.d. *Securitisation Regulation*) dando vita a uno dei progetti più ambiziosi della storia dell'Unione Europea nel settore della finanza: la creazione di un unico quadro regolamentare in materia di cartolarizzazione applicabile in modo omogeneo ed uniforme in tutti paesi membri. L'obiettivo era davvero ambizioso: rilanciare e rafforzare il mercato europeo delle cartolarizzazioni; in particolare, rivitalizzare le c.d. operazioni pubbliche, ossia le cartolarizzazioni con emissione di titoli ABS (*asset-backed securities*) collocati sul mercato attraverso offerte pubbliche riservate ad investitori professionali.

E in effetti, a seguito della crisi finanziaria del 2008, le cartolarizzazioni pubbliche sono quasi totalmente scomparse dal mercato dei capitali. Il settore europeo della cartolarizzazione è entrato in una sorta di stato di "cattività" durante il quale è stato alimentato in buon parte dall'Eurosistema, dal momento che i titoli ABS sono stati principalmente usati dalle banche comunitarie per ottenere liquidità dalla Banca Centrale Europea, tramite operazioni di mercato aperto.

Prima dell'arrivo del "Covid-19", è possibile affermare senza ombra di dubbio che la *Securitisation Regulation* stesse compiendo egregiamente la sua "missione". Grazie a questa nuova normativa, infatti, nel corso del 2019 si è realizzato un vero e proprio "rinascimento" delle cartolarizzazioni pubbliche, con un incremento sostanziale dei *deals* collocati sul mercato. La principale attrattiva per gli investitori è stata senz'altro la parola magica "STS"; l'acronimo che sta per cartolarizzazione "semplice, trasparente e standardizzata"; ossia la nuova certificazione di qualità introdotta dalla *Securitisation Regulation* ed attribuibile a qualsiasi cartolarizzazione che sia strutturata nel rispetto di determinati requisiti, appunto, di semplicità, trasparenza e standardizzazione, stabiliti nella normativa (i.e. articoli 19-26 della *Securitisation Regulation*). Tutte le cartolarizzazioni pubbliche realizzate nel 2019 hanno infatti ottenuto l'STS "label", anche perché grazie ad esso hanno potuto beneficiare di uno specifico trattamento prudenziale di favore previsto per queste operazioni, attesa la loro minor rischiosità.

Il Covid-19 ha comportato un inevitabile flessione anche nel mercato delle cartolarizzazioni. Soprattutto quelle pubbliche. Quasi tutti i titoli ABS emessi nel 2020 (anche quelli relativi a cartolarizzazioni che hanno ottenuto la qualifica STS) sono rimasti nei bilanci degli *originators* o sono stati da essi utilizzati in operazioni di mercato aperto con l'Eurosistema; complice anche la serie di misure pandemiche varate dalla Banca Centrale Europea che hanno ulteriormente facilitato l'accesso alla liquidità dell'Eurosistema da parte delle banche comunitarie.

Ad ogni modo, il settore europeo delle cartolarizzazioni è ora destinato a ricevere un nuovo forte impulso da un ulteriore intervento normativo: il *Capital Markets Recovery Package* (CMRP), una serie di nuove misure legislative pandemiche approvate dal Parlamento Europeo lo scorso 25 marzo 2021. L'obiettivo dichiarato delle nuove norme è consentire al mercato dei capitali di supportare al meglio la ripresa dell'economia dalla crisi causata dal Covid-19. A questo fine, il CMRP è intervenuto su più corpi normativi: il Regolamento Prospetti¹, la Direttiva MiFID II²; nonché anche la normativa europea sulla cartolarizzazione, con due nuovi Regolamenti comunitari entrati in vigore il 9 aprile 2021, che hanno modificato sia la *Securitisation Regulation*³ che la *CRR (Capital Requirement Regulation)*⁴.

Le principali aree d'intervento del CMRP in materia di cartolarizzazione sono due.

In primis i crediti deteriorati (c.d. NPL, *non performing loans*), con la rimozione di alcuni ostacoli normativi che sino ad ora hanno complicato, e talvolta impedito, la cartolarizzazione di questa categoria di attivi.

Il CMRP si è occupato poi anche delle cartolarizzazioni sintetiche, introducendo una nuova disciplina che consentirà di ottenere la certificazione di qualità STS anche per questo tipo di operazioni, seppur limitatamente alle cartolarizzazioni sintetiche "*on-balance sheet*".

Nelle successive sezioni di questo articolo esamineremo queste nuove norme in materia di cartolarizzazione.

¹ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, come modificato dal Regolamento (UE) 2021/337 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021.

² Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, come modificata dalla Direttiva (UE) 2021/338 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021.

³ Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, come modificato dal Regolamento (UE) 2021/557 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 marzo 2021.

⁴ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, come modificato dal Regolamento (UE) 2021/558 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 marzo 2021.

2. Le nuove norme europee che facilitano le cartolarizzazioni di NPL

2.1 Introduzione

La crisi economica causata dal Covid-19 comporterà un inevitabile aumento del volume dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche europee. La prassi applicativa ha dimostrato in questi anni che uno degli strumenti più efficaci per gestire gli NPL è la loro negoziazione nei mercati dei capitali, attraverso tecniche di finanza strutturata e cartolarizzazione.

I primi due anni di vita della *Securitisations Regulation* hanno tuttavia rivelato in modo evidente che gli attuali obblighi di *risk retention* e *due diligence* ivi contemplati mal si conciliano con le caratteristiche specifiche delle operazioni relative ad NPL. Questi obblighi hanno complicato non poco la cartolarizzazione degli NPL; costituendo in taluni casi un vero e proprio impedimento alla realizzazione delle operazioni di questa tipologia di attivi.

Il CMRP ha risolto questi problemi introducendo nella *Securitisations Regulation* alcuni principi applicabili esclusivamente agli NPL che di fatto hanno rimosso i principi normativi che ostacolavano la loro cartolarizzazione.

2.2 Risk retention da parte del Servicer (non più solo Originator o Sponsor)

Gli obblighi di *risk retention* previsti dalla *Securitisations Regulation* (art. 6) richiedono che un soggetto tra l'*originator*, il finanziatore originario o lo *sponsor* (il c.d. *retainer*) mantenga un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione non inferiore al 5%. L'obiettivo della *risk retention* è quello di allineare gli interessi degli investitori con quelli del *retainer*.

Nelle cartolarizzazioni *performing*, la *risk retention* è attuata quasi sempre dall'*originator*. Ciò, ancor prima di essere l'adempimento di un obbligo regolamentare, è una sorta di esigenza congenita e naturale della cartolarizzazione. In questi casi infatti l'*originator* è il più delle volte coinvolto in tutte le fasi dell'operazione. Inizialmente, come soggetto che genera e vende alla relativa società cessionaria (*SSPE - securitisation special purpose entity*) i crediti da cartolarizzare. Successivamente, esso si occupa della gestione e riscossione dei crediti con la veste di *servicer*. Ma ciò che maggiormente rileva ai fini della *risk retention* è che il più delle volte l'*originator* assume anche il ruolo di *investitore equity* attraverso la sottoscrizione dei titoli *junior* emessi nell'ambito dell'operazione. Conseguentemente, nelle cartolarizzazioni *performing* l'adempimento degli obblighi *risk retention* non costituisce quasi mai un problema.

Diversamente, nelle cartolarizzazioni di NPL, è spesso arduo riuscire ad identificare il soggetto deputato ad attuare la *risk retention*. Accade infatti spesso che il cedente degli NPL nell'ambito dell'operazione non sia anche il loro *originator*; oppure non desideri mantenere alcun coinvolgimento e rischio nella cartolarizzazione dopo aver rimosso gli

NPL dal proprio bilancio. La modifica introdotta dal CMRP ha risolto questo problema, prevedendo che, limitatamente alle cartolarizzazioni di NPL, la *risk retention* possa essere attuata anche dal *servicer*. Il successo di una cartolarizzazione di attivi *non performing* è infatti fortemente influenzato dalla *performance* del *servicer*. È lui il soggetto che il più delle volte ha il compito, in collaborazione con gli investitori, di elaborare un *business plan* che quantifichi le aspettative di recupero in relazione agli NPL prevedendo scenari concretamente realizzabili (le c.d. *expected recoveries*). Ed è sempre il *servicer* che, in attuazione del *business plan*, dovrà cercare di massimizzare l'attività di recupero degli NPL onde generare la liquidità necessaria per pagare agli investitori quando loro dovuto in relazione ai titoli ABS emessi nell'ambito dell'operazione. Ulteriore aspetto di non poco conto da ricordare è che la remunerazione del *servicer* è di norma parametrata al volume dei recuperi effettivi realizzati. Ergo, in ragione di tutti questi elementi strutturali, è di tutta evidenza che nelle cartolarizzazioni *non performing* gli interessi del *servicer* risultano ben allineati con quelli degli investitori.

Per poter qualificarsi come *retainer*, il *servicer* dovrà dimostrare di avere esperienza nella gestione di crediti analoghi a quelli oggetto della cartolarizzazione. Inoltre, sempre ai fini della *risk retention*, al *servicer* sono richiesti alcuni presidi organizzativi interni: adeguate e ben documentate politiche, procedure e controlli di gestione del rischio.

2.3 Risk retention da calcolare sul valore scontato degli NPL (anziché sul valore nominale)

In via generale la *Securitisation Regulation* prevede che l'interesse economico netto rilevante oggetto di *risk retention* debba essere calcolato sulla base del valore nominale dei titoli ABS o dei crediti, a seconda dei casi (art. 6). Nell'ambito delle cartolarizzazioni di NPL, l'applicazione di tale principio rende eccessivamente gravosa la *risk retention* in quanto esso non tiene conto della circostanza che gli NPL sono il più delle volte ceduti a sconto. Il relativo prezzo scontato rappresenta il rischio effettivo di perdita per i relativi investitori. Per affrontare e risolvere questa criticità, le nuove regole introdotte dal CMRP hanno stabilito che nelle cartolarizzazioni di NPL anche l'obbligo di *risk retention* debba essere quantificato sulla base del valore di sconto (e non più nominale). Al riguardo troveranno applicazione i seguenti principi:

- l'obbligo di mantenimento del rischio non deve essere inferiore al 5% del valore netto degli NPL (maggiorato, se del caso, del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate *in bonis*);
- il valore netto degli NPL deve essere determinato deducendo il prezzo di acquisto attualizzato dal valore nominale delle esposizioni o, a seconda dei casi, dal loro valore al momento dell'*origination*; e
- ai fini della determinazione del valore netto degli NPL, lo sconto sul prezzo di acquisto può includere la differenza tra (a) l'importo nominale dei titoli ABS

sottoscritti dall'*originator* (ai fini della successiva vendita) e (b) il prezzo di vendita dei titoli ABS a terzi.

2.4 Requisiti per la selezione degli NPL e la determinazione del prezzo (e non sui criteri di concessione dei crediti)

Infine, il CMRP ha introdotto nelle cartolarizzazioni di NPL anche alcune modifiche ai requisiti in materia di concessione di crediti previsti dalla *Securitisation Regulation* (art. 9). Al riguardo, giova ricordare che le disposizioni della *Securitisation Regulation* in materia richiedono all'*originator*, allo *sponsor* e al finanziatore originario di assicurare che i criteri di concessione del credito usati per le esposizioni da cartolarizzare (sia *performing* che non) siano solidi e ben definiti. I medesimi applicati alle esposizioni non cartolarizzate (art. 9). Tale circostanza deve essere anche oggetto di verifica da parte degli investitori nella fase di *due diligence* (art. 5).

Ora, è di tutta evidenza che nelle operazioni di NPL gli *standard* di concessione del credito siano di poco rilievo e anche difficilmente verificabili, dato che le attività cartolarizzate sono spesso create molto prima dell'operazione e/o da un soggetto diverso dal soggetto cessionario.

Il CMRP ha affrontato e risolto questa incongruenza, prevedendo nelle cartolarizzazioni NPL, in sostituzione dei requisiti per la concessione del credito, l'obbligo di applicare *standard* affidabili nella selezione degli NPL e nella determinazione del loro prezzo. Per contro l'adempimento di tale obbligo dovrà esser oggetto di controllo da parte degli investitori nell'ambito dell'attività di *due diligence*, agevolando in tal modo la verifica della qualità e della *performance* degli NPL, nonché decisioni di investimento ragionevoli e ben informate.

3. La certificazione di qualità “STS” per le cartolarizzazioni sintetiche

Come anticipato in sede introduttiva, il CMRP ha anche il merito di aver creato un specifico regime STS per le cartolarizzazioni sintetiche. Nel testo originario della *Securitisation Regulation* la certificazione di qualità STS fu riservata solo alle cartolarizzazioni tradizionali: ossia le operazioni che prevedono il trasferimento giuridico dei crediti a favore di un soggetto terzo (c.d. *true sale*). Le cartolarizzazioni sintetiche vennero escluse in quanto ritenute non sufficientemente coerenti con due dei principi fondamentali che ispirano l'*STS label*: la semplicità e la trasparenza. Ciò, in quanto nelle cartolarizzazioni sintetiche il rischio di credito è di norma trasferito attraverso accordi di garanzia o derivati (*credit derivatives*) con soggetti terzi; *ergo* determinando un rischio di credito di controparte ulteriore, nonché un livello di complessità aggiuntivo. Tuttavia, le cartolarizzazioni sintetiche rivestono un ruolo di grande importanza per l'economia reale e, in particolare, per le piccole e medie imprese (PMI). Importanza che è stata esplicitamente riconosciuta già nel corpo normativo originario della *Securitisation Regulation* prevedendo una *road map* normativa per la creazione di un STS framework *ad hoc* per questo tipo di operazioni. In particolare, in base all'art. 45 della *Securitisation*

Regulation il CMRP rappresenta il momento conclusivo di un *iter* legislativo che si è composto di due fasi: *in primis* l'elaborazione di un rapporto di fattibilità da parte dell'EBA (*European Banking Association*), in collaborazione con l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e l'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*). A questo rapporto è seguita poi la presentazione al Parlamento Europeo da parte della Commissione di una relazione corredata di una vera e propria proposta legislativa. Passiamo ora illustrare i principali aspetti di questo nuovo regime STS per le cartolarizzazioni sintetiche.

- STS label solo per cartolarizzazioni sintetiche in bilancio (*on balance-sheet*): in primo luogo, l'STS label sarà disponibile solo per le cartolarizzazioni sintetiche “*on balance-sheet*”, ossia le operazioni più utilizzate dalle imprese, in quanto volte a gestire e trasferire rischi di credito relativi ad esposizioni in bilancio, tipicamente originate o acquisite nell'ambito dell'esercizio di un *core business* (e.g. grandi esposizioni rischi di concentrazione). Al contrario, le cartolarizzazioni sintetiche di arbitraggio (*arbitrage synthetic securitisations*) sono state escluse in quanto per lo più rivolte agli investitori e con finalità speculative⁵.
- Trattamento prudenziale di favore: le cartolarizzazioni sintetiche STS beneficeranno di un trattamento prudenziale di favore differenziato, in forza di un'apposita modifica introdotta all'articolo 270 della CRR.
- Requisiti STS comuni (alle cartolarizzazioni tradizionali): molti dei requisiti STS previsti per le cartolarizzazioni sintetiche sono comuni a quelli applicabili alle operazioni tradizionali. Alcuni di essi sono stati adattati per tenere conto delle peculiarità delle operazioni sintetiche. I principali requisiti STS comuni sono i seguenti:
 - Semplicità: (i) criteri di eleggibilità (predefiniti/chiaro/documentati); (ii) divieto di gestione attiva discrezionale del portafoglio; (iii) omogeneità dei crediti (una sola tipologia); (iv) crediti contrattualmente vincolanti ed opponibili; (v) crediti con pagamenti periodici definiti; (vi) crediti che non siano posizioni di cartolarizzazione; (vii) divulgazione dei parametri di sottoscrizione (*underwriting standards*) dei crediti; (viii) esperienza dell'*originator*; (ix) esclusione di crediti in *default*; (x) esclusione di debitori/garanti con affidabilità creditizia deteriorata; (xi) requisito di almeno un pagamento effettuato.
 - Standardizzazione: (i) obblighi di *risk retention*; (ii) mitigazione dei rischi di tasso d'interesse/valuta; (iii) requisiti relativi a priorità dei pagamenti; (iv) adeguate clausole contrattuali in tema di rimborso anticipato dei titoli o chiusura

⁵ La relazione dell'EBA definisce le cartolarizzazioni sintetiche di arbitraggio come “operazioni in cui il *protection buyer* acquista esposizioni al di fuori della propria principale attività di finanziamento o d'impresa, al solo scopo di iscriversi una protezione del credito (cioè cartolarizzarle), realizzando arbitraggi sui rendimenti risultanti dall'operazione”.

anticipata dei *revolving periods*; (v) disposizioni contrattuali chiare in merito agli obblighi delle *transaction parties* e loro sostituzione; (vi) esperienza del *servicer*.

- Trasparenza: i requisiti sono pressoché identici a quelli stabiliti per le cartolarizzazioni tradizionali.
- Requisiti STS ad hoc: ovviamente sono stati previsti anche una serie di requisiti STS *ad hoc* per le cartolarizzazioni sintetiche. Alcuni di tali requisiti riguardano specificamente l'accordo di protezione del credito (*credit protection agreement*) e sono volti ad assicurare che esso tuteli adeguatamente l'*originator* e l'investitore, gestendo in particolare il rischio di credito di controparte.
- Mitigazione del rischio di credito ai sensi della CRR: il *credit protection agreement* dovrà soddisfare i requisiti di mitigazione del rischio di credito (*credit risk mitigation*) stabiliti dalla CRR (art. 249) per le cartolarizzazioni sintetiche conformi ai criteri per il riconoscimento del trasferimento significativo del rischio (*significant risk transfer*).
- Registro delle *reference obligations*: al fine di assicurare una costante chiara identificazione delle obbligazioni di riferimento dell'operazione (*reference obligations*), esse dovranno essere registrate ed aggiornate in un apposito registro (*reference register*).
- Credit events conformi alla CRR: gli eventi di credito (*credit events*) dovranno rispettare i requisiti stabiliti dalla CRR per le garanzie o i derivati di credito (a seconda della tipologia di protezione del credito).
- Processo di regolamento adeguato/trasparente: l'operazione dovrà prevedere un processo adeguato e trasparente per la determinazione delle perdite relative al portafoglio di riferimento. Ciò al fine di tutelare il diritto dell'*originator* a ricevere pagamenti tempestivi nella sua qualità di *protection buyer*.
- Agente terzo verificatore: la nomina dell'agente terzo verificatore sarà obbligatoria e dovrà avvenire al verificarsi di un *credit event*. Esso avrà il compito di appurare la correttezza e l'accuratezza di alcuni aspetti della protezione del credito.
- Premi per la protezione del credito: i premi dovranno essere collegati solo al volume e al rischio di credito della tranche protetta. Non saranno consentiti premi fissi/anticipati o complessi in quanto potrebbero compromettere l'effettivo trasferimento del rischio di credito.
- Risoluzione anticipata da parte dell'*originator*: sarà possibile solo in alcuni casi limitati, tra cui (i) eventi connessi a modifiche regolamentari; (ii) insolvenza o

mancato pagamento da parte dell'investitore; o (iii) *clean-up call*, la quale dovrà essere conforme ai principi in materia di CRR.

- *Credit protection agreement*: saranno ammissibili solo *credit protection agreements* di elevato profilo. A questo fine, ove il *credit protection agreement* sia costituito da una garanzia personale (c.d. *unfunded*) il garante dovrà (i) soddisfare i relativi requisiti di eleggibilità previsti della CRR e (ii) avere una ponderazione del rischio dello 0% ai sensi della CRR (Parte III, Titolo II, Capitolo 2). Nel caso invece il *credit protection agreement* sia costituito da una garanzia reale (c.d. *funded*), i relativi beni in garanzia dovranno essere di elevata qualità (i.e. con una ponderazione del rischio dello 0% ai sensi della CRR) e soggetti ad adeguati accordi di deposito/custodia. Infine, eventuali garanzie in contanti (*cash collateral*) dovranno essere custodite in deposito presso il *protection buyer* o un istituto di credito terzo, a condizione che, in entrambi i casi, soddisfino determinati livelli minimi di qualità creditizia.
- *Excess spread sintetico*: l'*excess spread* dovrà essere oggetto di “*full disclosure*” anche al fine di consentire una sua standardizzazione e mitigare questioni di vigilanza prudenziale. Inoltre un nuovo requisito patrimoniale sarà applicabile all'*excess spread* sintetico in tutte le operazioni - anche non STS - in modo da evitarne l'impiego a fini di arbitraggio regolamentare (nuovi artt. 248 e 256 della CRR).

4. Conclusioni

Le modifiche legislative introdotte dal CMPR completano e migliorano ulteriormente la normativa europea in tema di cartolarizzazione. In particolare, la CMRP faciliterà sostanzialmente l'utilizzo della cartolarizzazione ai fini della gestione e risoluzione delle problematiche connesse agli NPL, rendendo l'impiego di questo strumento maggiormente coerente con le caratteristiche effettive delle operazioni e del mercato dei crediti deteriorati. Inoltre, l'introduzione di una certificazione STS specifica per le cartolarizzazioni sintetiche *on balance-sheet* fornirà all'economia reale e, in particolare, alle piccole e medie imprese, un nuovo importante strumento di gestione e trasferimento dei rischi di credito tramite il mercato dei capitali.