

ATTUALITÀ

Regolamento Cartolarizzazioni: le proposte di riforma in tema di due diligence

7 Luglio 2025

Davide Bonisi, Local Partner, Greenberg Traurig
Giuditta Betti, Greenberg Traurig



Davide Bonsi, Local Partner, Greenberg Traurig

Giuditta Betti, Greenberg Traurig

> Davide Bonsi

Davide Bonsi si occupa principalmente di operazioni di finanza strutturata, gestendo un'ampia gamma di operazioni di cartolarizzazione, investimenti e disinvestimenti in portafogli di crediti in sofferenza per istituzioni finanziarie internazionali e nazionali, nonché emissioni obbligazionarie per società italiane. Ha inoltre lavorato su diversi finanziamenti societari e immobiliari, leveraged buy-out e prestiti bilaterali, sia dal lato dei finanziatori che dei mutuatari, compresa la strutturazione e la negoziazione di pacchetti di garanzie.

Il 17 giugno 2025, la Commissione Europea ha presentato il primo pacchetto legislativo nell'ambito della Comunicazione sull'Unione del Risparmio e degli Investimenti (SIU), con l'obiettivo di rafforzare il mercato unico dei capitali e sostenere più efficacemente l'economia reale. L'iniziativa mira a rimuovere ostacoli normativi ritenuti eccessivamente gravosi, in particolare nel mercato delle cartolarizzazioni, ancora sottoutilizzato in Europa rispetto ad altri contesti internazionali. Il pacchetto interviene su quattro regolamenti chiave – tra cui il Regolamento (UE) 2017/2402, il CRR, il regolamento sul coefficiente di copertura della liquidità (LCR) e quello Solvency II – per favorire un uso più proporzionato e mirato delle cartolarizzazioni, liberando capitali da indirizzare a famiglie e imprese, soprattutto PMI. Il tutto si inserisce in una strategia più ampia volta a rendere il sistema finanziario europeo più competitivo, integrato ed efficiente, a beneficio della crescita economica dell'Unione.

Le proposte della Commissione introducono una serie di modifiche rilevanti agli obblighi di *due diligence* per gli investitori istituzionali nel mercato delle cartolarizzazioni. In primo luogo, viene adottato un principio di proporzionalità, secondo cui gli obblighi informativi e di verifica dovranno essere modulati in funzione del rischio effettivo della posizione cartolarizzata, superando l'attuale applicazione uniforme e standardizzata dei requisiti. In secondo luogo, si prevede la semplificazione degli obblighi di verifica: gli investitori istituzionali potranno fare affidamento sulla controparte vigilata all'interno dell'Unione Europea per quanto riguarda il rispetto degli obblighi di trasparenza e di mantenimento del rischio, senza dover svolgere verifiche aggiuntive onerose sotto il profilo economico e operativo. L'attività di valutazione del rischio e le procedure scritte vengono riformulate secondo un approccio basato su principi generali ("*principles-based*"), con la conseguente eliminazione di elenchi dettagliati, puntando a un'analisi realmente rilevante rispetto alla natura e al rischio dell'operazione. Viene inoltre introdotta maggiore flessibilità per le operazioni concluse sul mercato secondario, grazie a un'estensione dei termini per completare la *due diligence*. Inoltre, in tema di delega delle attività, è esplicitato che la responsabilità legale rimane integralmente in capo all'investitore anche in caso di esternalizzazione delle verifiche. Sono infine previste esenzioni e procedure semplificate per operazioni considerate a rischio contenuto, in particolare quelle garantite da banche multilaterali di sviluppo o da enti pubblici, per le quali gli obblighi di *due diligence* risultano ridotti o, in certi casi, addirittura esclusi.

Per quanto riguarda le proposte di modifica ai requisiti di *due diligence* a carico degli investitori istitu-

zionali, per dare concreta attuazione al principio di proporzionalità sopra menzionato, la Commissione propone una serie di modifiche all'articolo 5 del Regolamento (UE) 2017/2402, il quale disciplina nel dettaglio gli obblighi di *due diligence* per gli investitori istituzionali che intendono detenere esposizioni verso cartolarizzazioni. Tali obblighi comprendono, tra gli altri, la verifica preventiva dei criteri utilizzati dal cedente nella concessione dei crediti sottostanti, il controllo sul mantenimento di un interesse economico netto da parte delle controparti (*risk retention*), l'adeguata ricezione e valutazione delle informazioni previste in materia di trasparenza e, infine, una valutazione approfondita dei rischi connessi all'operazione. Inoltre, l'investitore istituzionale è tenuto a implementare procedure scritte coerenti con il livello di rischio, a condurre *stress test*, ad assicurare un flusso informativo interno costante e a dimostrare alle autorità competenti la piena comprensione della posizione detenuta. È altresì prevista la possibilità di delegare tali attività a un altro investitore istituzionale, purché siano rispettati stringenti criteri di tracciabilità e responsabilità.

Nel contesto del menzionato articolo 5, una delle principali modifiche consiste nell'eliminazione degli obblighi di verifica relativi ai criteri di concessione del credito, alla ritenzione del rischio e alla trasparenza attualmente previsti dall'articolo 5, paragrafo 1, nonché dell'analisi dei rischi e, per le operazioni STS (semplici, trasparenti e standardizzate), della verifica della conformità ai requisiti normativi prevista dall'articolo 5, paragrafo 3, lettera c). Questa eliminazione si applica quando la parte cedente, responsabile del rispetto delle disposizioni applicabili sul lato cedente, è stabilita e sottoposta a vigilanza all'interno dell'Unione Europea.

Inoltre, la valutazione del rischio prevista all'articolo 5, paragrafo 3, lettere a) e b), che attualmente richiede all'investitore istituzionale di considerare le caratteristiche di rischio della singola posizione e delle esposizioni sottostanti, nonché gli elementi strutturali rilevanti dell'operazione (come priorità di pagamento, *trigger* contrattuali, supporti di credito e liquidità, e definizioni di inadempienza), è riformulata secondo un approccio maggiormente fondato su principi generali ("*principles-based*"). In particolare, si elimina l'elenco dettagliato delle caratteristiche strutturali da verificare e si precisa, in un considerando, che l'attività di *due diligence* deve essere proporzionata al rischio dell'operazione di cartolarizzazione.

Viene inoltre introdotta la riformulazione delle procedure scritte previste dall'articolo 5, paragrafo 4,

con l'eliminazione dell'elenco dettagliato delle informazioni previsto dal secondo comma dell'articolo 5, paragrafo 4, lettera a), che a oggi invece richiede all'investitore istituzionale di adottare procedure scritte proporzionate al profilo di rischio della posizione, volte a monitorare continuamente la conformità ai requisiti normativi e la *performance* dell'operazione e delle esposizioni sottostanti, includendo, ove pertinente, indicatori granulari come arretrati, tassi di inadempienza e recupero, modifiche contrattuali e caratteristiche delle garanzie reali. L'approccio proposto dalla Commissione Europea permetterebbe all'investitore istituzionale di focalizzarsi sugli elementi realmente rilevanti dell'operazione, superando l'uso di *checklist* standardizzate spesso inadatte alla complessità dei singoli casi. Ne deriverebbe inoltre una riduzione degli adempimenti documentali e un miglioramento dell'efficacia sostanziale della *due diligence*, sia in termini di qualità dell'analisi sia di adeguata valutazione dei rischi.

Con riferimento alle operazioni concluse sul mercato secondario, viene introdotta una misura di flessibilità rappresentata da un'estensione a 15 giorni del termine entro cui, dopo l'investimento, deve essere documentata l'attività di *due diligence* e le relative verifiche. Tale previsione è pensata per agevolare la partecipazione degli investitori a operazioni già esistenti, mantenendo comunque adeguati *standard* di controllo e trasparenza.

Infine, la possibilità di delegare l'attività di *due diligence*, di cui all'articolo 5, paragrafo 5, viene allineata alla normativa settoriale di riferimento, secondo cui la delega di compiti non comporta il trasferimento della responsabilità giuridica. Questa precisazione è volta a garantire coerenza con altri regimi normativi settoriali, dove già vige il principio della responsabilità in capo al soggetto delegante, anche in caso di esternalizzazione delle attività operative.

Inoltre, nei casi in cui la posizione cartolarizzata sia integralmente garantita da banche multilaterali di sviluppo, considerata l'alta qualità creditizia del soggetto garante, la proposta della Commissione riconosce che un ulteriore livello di verifica risulterebbe ridondante e non proporzionato e sancisce che gli investitori potranno quindi procedere all'investimento senza effettuare verifiche approfondite. Allo stesso modo, viene introdotta una *due diligence* semplificata, in particolare tramite l'esonero dagli obblighi di verifica e documentazione, per le operazioni di cartolarizzazioni che comprendono una *tranche* subordinata ("*first loss*") garantita o detenuta da un elenco ristretto di enti pubblici, a condizione che tale *tranche* rappresenti almeno il 15% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate. Anche

qui, la presenza di soggetti pubblici con esposizione diretta alle perdite costituisce un forte elemento di mitigazione del rischio, tale da giustificare un alleggerimento degli obblighi a carico dell'investitore.

Resta comunque fermo che le semplificazioni illustrate non si applicano alle operazioni emesse da soggetti situati al di fuori dell'Unione Europea. Per tali transazioni, gli investitori dovranno continuare a verificare autonomamente la conformità dell'operazione alle disposizioni previste dal Regolamento (UE) 2017/2402, mantenendo un livello di controllo rafforzato e diretto.

Secondo le stime presentate dalla Commissione, l'insieme delle modifiche proposte in materia di *due diligence* e trasparenza potrebbe generare un risparmio complessivo annuo di circa 310 milioni di euro per il mercato europeo delle cartolarizzazioni.

Attualmente, le proposte sono sottoposte a consultazione pubblica, con termine fissato al 15 luglio 2025. La Commissione ha annunciato l'intenzione di procedere all'adozione definitiva del pacchetto normativo nel corso del secondo trimestre dello stesso anno, subordinatamente all'esito della consultazione e all'analisi delle osservazioni ricevute da parte di autorità di vigilanza, operatori finanziari, investitori e altri *stakeholder* di riferimento.

In definitiva, il pacchetto di riforma presentato introduce modifiche rilevanti al quadro regolamentare sopra descritto con l'obiettivo dichiarato della Commissione di renderlo più efficace, proporzionato e sostenibile. Pur senza ambire a risolvere ogni criticità esistente, le modifiche proposte costituiscono un segnale concreto di attenzione alla realtà operativa del mercato e una spinta verso un utilizzo più ampio, razionale e consapevole dello strumento della cartolarizzazione come leva di finanziamento per l'economia europea.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
