

APPROFONDIMENTI

Il ruolo della cartolarizzazione nel finanziamento dell'economia europea

Luglio 2026

Patrizio Messina, Managing Partner Italy, Hogan Lovells Cadwalader



Patrizio Messina, Managing Partner Italy,
Hogan Lovells Cadwalader

> **Patrizio Messina**

Patrizio Messina è un avvocato con doppia qualifica (Italia e Inghilterra) esperto in cartolarizzazioni, operazioni di finanza strutturata, NPLS & UTP e operazioni di M&A di banche e istituzioni finanziarie. Patrizio Messina è professore associato di Diritto della finanza strutturata presso l'Università San Raffaele di Roma. È Visiting Professor in Finanza alternativa per le PMI, regolamentazione e prassi europea presso la King's College Business School e Fellow della Dickson Poon School of Law del King's College (Londra, Regno Unito).

Studio Legale
Hogan Lovells Cadwalader

**HOGAN LOVELLS
CADWALADER** ■

1. Introduzione

L'economia europea è chiamata a confrontarsi con un fabbisogno di investimenti di dimensioni senza precedenti. Già i rapporti Draghi ¹ e Letta ², pubblicati nel 2024, stimavano tale fabbisogno intorno ai 750-800 miliardi di euro annui; risorse indispensabili per sostenere la trasformazione sostenibile e digitale, rafforzare la difesa comune e preservare la competitività del sistema produttivo. A fronte di tale esigenza, tuttavia, l'architettura finanziaria dell'UE mostra ancora limiti significativi nel convogliare fondi a favore dell'economia reale e, in particolare, delle PMI ³.

Tali limiti trovano una prima spiegazione nella centralità del credito bancario quale principale fonte di finanziamento dell'economia europea. Come ha condivisibilmente osservato Emmanuel Roman (CEO di PIMCO), in un recente contributo sul *Financial Times* ⁴, il credito bancario rappresenta circa l'85% del finanziamento delle imprese europee, con un'incidenza che non trova lo stesso riscontro in altre economie avanzate. Significative, al riguardo, sono le affermazioni di Enrico Letta secondo cui in un momento nel quale «*the world will not wait for Europe*» ⁵, la finanza dell'UE dovrebbe essere «*less bank-centric*» ⁶ e «*less risk-adverse*» ⁷.

Queste considerazioni rendono evidente l'esigenza di creare condizioni che favoriscano l'accesso a strumenti alternativi al credito bancario, al fine sia di mettere a disposizione strumenti di supporto diretto all'economia reale sia di consentire al canale bancario la liberazione di capitale. La possibilità

¹ M. Draghi, *The future of European competitiveness. Part. A | A competitiveness strategy for Europe*, Settembre 2024; M. Draghi, *The future of European competitiveness. Part. B | In-depth analysis and recommendations*, Settembre 2024.

² E. Letta, *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, aprile 2024.

³ Si v. P. Messina, *Minibond e Capital Markets Union. Disciplina vigente ed evoluzione normativa*, Bari, 2021, spec. p. 26 e ss.

⁴ E. Roman, *Securitisation could help plug Europe's funding gap*, in *Financial Times*, 27 maggio 2026.

⁵ A. Heitker, *Interview with Enrico Letta and Matthias Voelkel. „The world will not wait for Europe“*, Berlino, 10 Giugno 2026, consultabile su: <https://www.boersen-zeitung.de/banken-finanzen/the-world-will-not-wait-for-europe>.

⁶ Ibidem.

⁷ Ibidem.

di fare ricorso a strumenti alternativi, in particolare, consentirebbe alle PMI (che sostengono, come è noto, il sistema produttivo europeo) ulteriori opportunità di reperimento di mezzi economici per svolgere le proprie attività produttive. Di contro, queste ultime sono maggiormente inclini, per tradizione, a ricorrere al finanziamento bancario, facendo quindi un ricorso limitato ai canali alternativi di raccolta; tale circostanza contribuisce a spiegare perché il mercato europeo dei capitali non sia ancora riuscito a svolgere a pieno la funzione di sostegno alla crescita e agli investimenti che oggi gli viene richiesta ⁸.

2. La cartolarizzazione come strumento di finanziamento dell'economia

Le istituzioni europee hanno manifestato, in più occasioni, l'esigenza e l'obiettivo di potenziare i mezzi di sostegno economico a favore delle PMI. È in questa direzione che vanno i progetti della *Capital Markets Union* e della *Savings and Investment Union*, entrambi finalizzati ad agevolare l'efficiente allocazione del risparmio, nonché la diversificazione delle fonti di finanziamento.

È indubbio che, in questo contesto, la cartolarizzazione può tornare ad avere un ruolo centrale.

Diversamente dagli altri strumenti di finanza innovativa, la cartolarizzazione rafforza la capacità opera-

⁸ Ci si riferisce ai progetti istituzionali attraverso i quali l'Unione europea ha progressivamente attribuito al mercato dei capitali la funzione di canale complementare di finanziamento dell'economia reale. La *Capital Markets Union* (CMU), lanciata dalla Commissione Junker nel 2014, ha individuato nella diversificazione delle fonti di finanziamento e nella riduzione della dipendenza dal credito bancario due obiettivi strategici per la competitività del sistema produttivo europeo. Cfr. *Libro Verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, 18 febbraio 2015, COM(2015) 63 final, consultabile su eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063; *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, 30 settembre 2015, COM(2015) 468 final, consultabile su eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468; *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, 24 settembre 2020, COM(2020) 590 final, consultabile su https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11e-a-b44f-01aa75ed71a1.0010.02/DOC_1&format=PDF. Più di recente, la *Savings and Investment Union* (SIU) ha rilanciato e approfondito tale obiettivo ponendo al centro la necessità di collegare in modo più efficiente il risparmio europeo agli investimenti produttivi. Cfr. *Comunicazione della Commissione, Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses*, 19 Marzo 2025, consultabile su https://finance.ec.europa.eu/publications/savings-and-investments-union-strategy-enhance-financial-opportunities-eu-citizens-and-businesses_en.

tiva delle banche, consentendo lo smobilizzo di attivi illiquidi, la liberazione di risorse patrimoniali, nonché il reperimento di nuova provvista da destinare all'erogazione di nuovi finanziamenti. Si comprende, dunque, come il trasferimento del rischio di credito non sia fine a sé stesso, ma lo strumento attraverso cui il sistema bancario migliora la propria capacità di sostenere l'economia. La cartolarizzazione si configura come uno strumento in grado di convogliare capitali verso investimenti produttivi e rimettendo in circolo risorse che altrimenti rimarrebbero immobilizzate. Di qui un duplice effetto consistente, per un verso, nell'ampliamento della capacità del sistema finanziario di soddisfare il fabbisogno di capitale delle imprese, e per altro verso, nel favorire la diversificazione delle fonti di funding, soprattutto a beneficio delle PMI ⁹.

Viene a delinearsi, dunque, un collegamento virtuoso tra sistema bancario e mercati dei capitali nel quale la cartolarizzazione consente agli investitori istituzionali di partecipare indirettamente al finanziamento dell'economia reale. È proprio questa duplice funzione, di smobilizzo dei crediti e di finanziamento dell'economia, a spiegare l'attenzione che il legislatore europeo ha riservato alla cartolarizzazione negli ultimi anni e su cui si fondano le strategie europee di sviluppo ¹⁰.

Di contro, proprio il ruolo determinante che la cartolarizzazione potrebbe svolgere rende ancora più evidente il divario tra le potenzialità di questo strumento e il suo effettivo sviluppo nel mercato europeo. Il mercato delle cartolarizzazioni in Europa resta significativamente sottodimensionato rispetto al proprio potenziale e all'ambito di applicazione e diffusione che tale strumento ha assunto negli Stati Uniti, dove esso rappresenta il 4% del PIL. Tale divario, secondo quanto sostenuto da Emmanuel Roman nel contributo in precedenza citato, riflette scelte regolamentari che l'Europa può oggi riconsiderare «*reflects regulatory choices Europe can now revisit*».

Le ragioni di tale ritardo possono essere ricondotte, almeno in parte, al quadro normativo e regolamentare costruito intorno alla cartolarizzazione all'indomani della crisi finanziaria del 2007-2008. Le

⁹ In argomento, si v. P. Messina, *Minibond e Capital Markets Union. Disciplina vigente ed evoluzione normativa*, cit., p. 113 e ss.

¹⁰ Si v. P. Messina, *Il safe asset europeo come paradigma giuridico-finanziario. Il ruolo della cartolarizzazione*, Bari, 2025, p. 12 e ss.

riforme adottate in epoca *post* crisi hanno certamente dato vita a un mercato trasparente e selettivo, con tassi di default prossimi allo zero negli ultimi quindici anni ¹¹; tali risultati testimoniano, quindi, che l'obiettivo di rafforzare l'affidabilità della cartolarizzazione possa oggi ritenersi sostanzialmente raggiunto. Tuttavia, rimane irrisolta un'altra questione; ci si riferisce alla capacità del mercato di contribuire, in misura adeguata, al finanziamento dell'economia europea. È proprio questo il profilo sul quale l'attuale disciplina continua a mostrare i propri limiti come efficacemente sintetizzato da Emmanuel Roman, secondo cui l'Europa rischia di adottare misure «*that deliver baby steps, not the bolder strides needed to meet its financing needs*» ¹².

3. Dalla stabilizzazione del mercato alla ricerca di un nuovo equilibrio regolamentare

Come anticipato, le ragioni delle criticità su esposte risiedono, almeno in parte, nell'assetto regolamentare delineatosi all'indomani della crisi finanziaria. Per comprenderle è, dunque, necessario ripercorrere, sinteticamente, l'evoluzione della disciplina europea della cartolarizzazione *post* crisi finanziaria. La risposta europea alla crisi si è basata, come è noto, su tre aspetti fondamentali: (i) riallineamento degli interessi tra cedenti e investitori; (ii) rafforzamento della trasparenza e (iii) riduzione dell'affidamento ai giudizi delle agenzie di *rating*.

Il regolamento UE 2017/2402 (c.d. *Securitisation Regulation*) ¹³ ha consolidato tale impianto con obblighi armonizzati di *risk retention*, *due diligence*, trasparenza e divieto di ricartolarizzazione, unitamente all'introduzione della disciplina delle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS).

Come evidenziato dall'EBA nel rapporto annuale relativo al 2025 ¹⁴, l'impianto regolamentare così deli-

neato ha indubbiamente conseguito l'obiettivo di mettere in protezione il mercato delle cartolarizzazioni. Tale impianto, però, nei quindici anni successivi alla riforma, si rivela oggi come una roccaforte di presidi regolamentari che ha inevitabilmente rallentato la diffusione della cartolarizzazione e, in particolare, ne ha reso l'utilizzo particolarmente oneroso. L'attuale framework normativo e regolamentare, che resta di fondamentale importanza, richiede un adattamento che tenga conto – senza pregiudicare gli obiettivi raggiunti – di un sistema economico-finanziario le cui condizioni, rispetto alla crisi finanziaria, sono innegabilmente mutate.

Per tali ragioni alcune recenti iniziative della Commissione UE sono finalizzate a semplificare la normativa in materia. In particolare, il 17 giugno 2025, la Commissione UE ha presentato il primo pacchetto legislativo nell'ambito della *Savings and Investment Union* – la proposta COM(2025) 826 final ¹⁵, recante modifiche al *Securitisation Regulation*, e la proposta COM(2025) 825 final ¹⁶, relativa al trattamento prudenziale nel CRR – con l'intento di incidere sulla semplificazione dei criteri STS, sulla distinzione tra cartolarizzazioni pubbliche e private, sulla verifica del *Significant Risk Transfer* e sull'introduzione di una nuova categoria di cartolarizzazioni c.d. *resilient* con trattamento patrimoniale più favorevole ¹⁷. La BCE, nel parere CON/2025/35 ¹⁸, ha espresso un giudizio positivo sulle proposte, in quanto un mer-

¹¹ E. Roman, *Securitisation could help plug Europe's funding gap*, cit.

¹² Ibidem.

¹³ Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012, in Gazz. Uff. Un. Eur. L 347/35, 28 dicembre 2017.

¹⁴ European Banking Authority (EBA), *Annual Report – Part I Year 2025*, EBA/REP/2026/13, 15 giugno 2026, spec. pp. 9 e ss., consultabile su: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2026-06/40a1da62-eba5-43e9-bf59-b5e55457c9ee/Annual Report 2025 – Part I.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2026-06/40a1da62-eba5-43e9-bf59-b5e55457c9ee/Annual%20Report%2025%20Part%20I.pdf).

¹⁵ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, COM(2025) 826 final, 17 giugno 2025.

¹⁶ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi per quanto riguarda i requisiti per le esposizioni verso la cartolarizzazione, COM(2025) 825 final, 17 giugno 2025.

¹⁷ Più in generale, il pacchetto proposto dalla Commissione europea comprende la revisione del *Securitisation Regulation*, modifiche al *Capital Requirements Regulation* (CRR) per quanto riguarda il trattamento prudenziale delle posizioni in cartolarizzazione, interventi sul *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e modifiche alla Direttiva *Solvency II* per le compagnie di assicurazione.

¹⁸ Banca Centrale Europea, *Opinion of the European Central Bank of 11 November 2025 on (a) proposal for a regulation amending Regulation (EU) 2017/2402 laying down a general framework for securitisations and creating specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, (b) a proposal for a regulation amending Regulation (EU) 575/2013 on prudential requirements for credit institutions as regards requirements for securitisation exposures, and (c) a draft proposal for a delegated regulation amending Delegated Regulation (EU) 2015/61 as regards the eligibility conditions for securitisations in the liquidity buffer of credit institutions*, CON/2025/35, in Gazz. Uff. Un. Eur. C/2026/503, 23 gennaio 2026.

cato efficiente delle cartolarizzazioni «*can play a significant role in transferring risks away from credit institutions' balance sheets*». Al tempo stesso, ha segnalato un significativo limite: «*regulatory reform can only go so far in terms of stimulating the securitisation market's development*». In altri termini, la sola revisione normativa non basta; occorrono interventi complementari sui vincoli strutturali che non consentono al mercato di svilupparsi adeguatamente. È proprio in questa prospettiva che si collocano anche le posizioni assunte dalle altre istituzioni europee nel corso del procedimento legislativo. La Commissione ECON, nella posizione approvata il 6 maggio 2026¹⁹, ha proposto, *inter alia*, l'innalzamento del limite UCITS per le cartolarizzazioni dal 10% al 20%; il Consiglio, il 19 dicembre 2025²⁰, si è spinto fino al 50% per le cartolarizzazioni pubbliche. I triloghi sono attesi nel secondo semestre 2026. Al di là delle differenti soluzioni prospettate, emerge che il consenso sulla necessità di rilanciare il mercato europeo della cartolarizzazione è ormai maturo e consolidato. Ciò che continua a non trovare d'accordo le istituzioni europee è, piuttosto, il grado di incisività delle misure da adottare, che appare ancora insufficiente rispetto alla portata della sfida.

4. Le priorità della riforma Europea in materia di cartolarizzazione ...

Il processo di revisione avviato dalla Commissione rappresenta certamente un passo nella giusta direzione, ma non esaurisce gli interventi necessari. Il mercato europeo della cartolarizzazione per esprimere il proprio potenziale deve muoversi lungo tre direttrici. La prima concerne il recupero del principio di proporzionalità nella disciplina prudenziale, obiettivo verso il quale si muovono già le più recenti proposte di riforma della Commissione europea, da realizzare attraverso la calibrazione dei requisiti regolamentari rispetto al rischio effettivamente espresso dalle operazioni poste in essere. I coefficienti patrimoniali vigenti riflettono una logica ispiratrice concepita nell'immediato post-crisi che risulta oggi più severa di quanto l'evoluzione del mercato sembri richiedere. Una più puntuale calibrazione dei

requisiti patrimoniali appare coerente con il principio di proporzionalità al rischio, come riconosciuto dalla stessa Banca d'Italia²¹, secondo cui i benefici patrimoniali dovrebbero essere riservati alle esposizioni caratterizzate da un effettivo minore profilo di rischio. Una simile impostazione contribuirebbe, inoltre, a rafforzare la competitività della cartolarizzazione quale strumento di *funding*.

La medesima esigenza di proporzionalità si manifesta anche con riguardo agli obblighi informativi. Come ha chiarito la stessa EBA, la semplificazione va intesa non «*as a loosening of standards, but as a way to improve regulation by removing superfluous complexity, better aligning requirements with actual risks, and applying proportionality more consistently*»²². Eppure, i template ESMA contemplano oltre 250 campi di *reporting*, con ridondanze che si traducono in oneri sproporzionati per gli emittenti di minore dimensione; significativo, al riguardo, è che la stessa EBA, nel ridisegnare la metodologia degli *stress test* per il 2027, abbia ridotto del 55% i punti-dati richiesti²³, mostrando come un alleggerimento degli adempimenti possa risultare pienamente compatibile con il mantenimento di elevati standard di vigilanza.

La seconda direttrice di intervento riguarda il completamento dell'integrazione del mercato interno. La frammentazione giuridica tra gli Stati membri – in materia di cessione dei crediti, opponibilità ai terzi, regimi di insolvenza e procedure esecutive – costituisce il vincolo strutturale più significativo. Tra i profili che continuano a generare incertezza assume particolare rilievo la questione della legge applicabile agli effetti della cessione dei crediti nei confronti dei terzi: la proposta di regolamento presentata dalla Commissione nel 2018²⁴, volta a introdurre una regola di conflitto uniforme per le operazioni

¹⁹ *Draft report* sono consultabili qui: <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-new-plan-for-europe-s-sustainable-prosperity-and-competitiveness/file-review-of-the-securitisation-framework>.

²⁰ Consiglio dell'Unione europea, posizione negoziale sulle proposte di modifica del *Securitisation Regulation* e del CRR, adottata il 19 dicembre 2025. Cfr. Comunicato stampa del Consiglio, *Savings and investment union: Council agrees position on revitalising the EU's securitisation market*, 19 dicembre 2025, consultabile su: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/12/19/savings-and-investment-union-council-agrees-position-on-revitalising-the-eu-s-securitisation-market/>.

²¹ Memoria della Banca d'Italia, *Proposte di regolamento COM (2025)825 e COM (2025)826, recanti modifiche alla disciplina in materia di cartolarizzazioni*, 22 settembre 2025, spec. pp. 9-10. Il documento è consultabile al seguente link: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2025/09/Memoria-Banca-dItalia-22-settembre-2025.pdf>.

²² European Banking Authority (EBA), *Annual Report – Part I Year 2025*, EBA/REP/2026/13, cit., pp. 12-13.

²³ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Peer Review Report. Peer Review on the implementation of the STS securitisation requirements*, 27 marzo 2025, consultabile qui: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA42-2004696504-7945_STS_Securitisation_Peer_Review_Report.pdf.

²⁴ *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulla legge applicabile all'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti*, COM(2018) 96 final, 12 marzo 2018, consultabile qui: eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0096.

cross-border, è stata formalmente ritirata nel 2025 dopo anni di negoziato inconcludente tra gli Stati membri. Analogamente, in materia di insolvenza, la direttiva (UE) 2026/799²⁵ ha avviato un percorso di convergenza tra gli ordinamenti nazionali senza, tuttavia, garantire agli investitori quella prevedibilità dei tempi e degli esiti delle procedure che è essenziale per la valutazione del rischio nelle operazioni di cartolarizzazione transfrontaliera.

La frammentazione, peraltro, non si esaurisce nel diritto sostanziale, ma investe anche la prassi di vigilanza. L'ESMA, nel *peer review* sulla vigilanza STS, ha documentato approcci marcatamente disomogenei tra le autorità competenti di Francia, Germania, Paesi Bassi e Portogallo, raccomandando un modello combinato più integrato²⁶. Il quadro che emerge – tra lacune del diritto sostanziale e disomogeneità della prassi di vigilanza – indica che l'evoluzione verso un meccanismo centralizzato di supervisione è ormai necessaria per assicurare la coerenza applicativa che il mercato richiede.

5. ... E la prospettiva di un safe asset europeo

La terza condizione – la più ambiziosa – attiene alla possibilità di dotare l'Europa di un *safe asset* fondato sulla cartolarizzazione con garanzia sovranazionale²⁷. La sua introduzione consentirebbe di colmare una delle principali lacune dell'attuale architettura finanziaria europea. Come si è osservato, infatti, l'Unione continua a non disporre di uno strumento comune capace di svolgere la funzione di benchmark per il mercato dei capitali, assicurando stabilità, omogeneità e integrazione all'interno dell'ordinamento finanziario europeo. Proprio l'assenza di un *safe asset* comune costituisce uno dei fattori che ancora ostacolano il pieno sviluppo della Capital Markets Union e della più recente Savings and Investment Union²⁸.

²⁵ Direttiva (UE) 2026/799 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 marzo 2026 che armonizza taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza, in Gazz. Uff. Un. Eur. L/2026/46, 1° aprile 2026.

²⁶ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Peer Review Report. Peer Review on the implementation of the STS securitisation requirements*, cit.

²⁷ In argomento, si v. P. Messina, *Il safe asset europeo come paradigma giuridico-finanziario. Il ruolo della cartolarizzazione*, cit.; *Verso un nuovo Safe Asset Europeo. Position Paper*, 21 ottobre 2024, consultabile qui: <https://celfinance.eu/position-paper-articolo/post/256661/verso-un-nuovo-safe-asset-europeo>.

²⁸ P. Messina, *Il safe asset europeo come paradigma giuridico-finanziario. Il ruolo della cartolarizzazione*, cit., spec. p. 6 e ss.

Va osservato che la cartolarizzazione offre caratteristiche che la rendono particolarmente idonea a sostenere tale evoluzione. Sicché, si auspica che alle tradizionali operazioni di cartolarizzazione si affianchi una garanzia rilasciata da un'istituzione europea (quale la Banca europea per gli investimenti (BEI) o il Fondo europeo per gli investimenti (FEI)) destinata a intervenire in presenza di eventi di inadempimento e, più in generale, di shock sistemici. Proprio la presenza di un backstop sovranazionale conferirebbe a tali titoli una funzione di *safe assets*, rafforzando la fiducia del mercato e ampliando per tale via la platea degli investitori.

Occorre osservare che esperienze analoghe sono già rinvenibili nell'ordinamento europeo. I programmi COSME ed ENSI del Fondo europeo per gli investimenti hanno infatti dimostrato come la concessione di garanzie pubbliche sulle operazioni di cartolarizzazione possa favorire il finanziamento delle PMI, incentivare nuovi prestiti, migliorare la qualità dei portafogli cartolarizzati e promuovere una partecipazione autenticamente paneuropea degli investitori. Analogamente, sul piano nazionale, l'esperienza della GACS ha evidenziato come una garanzia pubblica, ove calibrata a condizioni di mercato e nel rispetto della disciplina sugli aiuti di Stato, sia in grado di rilanciare segmenti di mercato rimasti a lungo sottodimensionati. Tali esperienze dimostrano che l'intervento pubblico non è incompatibile con la logica di mercato, ma può, al contrario, rafforzarne il corretto funzionamento quando opera secondo criteri chiari e predefiniti.

La potenzialità di un simile modello potrebbe trovare applicazione oltre il solo mercato della cartolarizzazione. Un *safe asset* europeo costruito secondo tale schema offrirebbe un benchmark comune per il mercato obbligazionario dell'UE, ampliando la base degli investitori (anche quelli con profili più conservativi) e contribuirebbe ad attenuare il c.d. *doom loop* tra rischio sovrano e rischio bancario. Sotto altro profilo, potrebbe essere apprezzata la possibilità di utilizzare tale strumento come collateral di elevata qualità nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, replicando, *mutatis mutandis*, una funzione che negli Stati Uniti è già svolta dagli Agency Mortgage-Backed Securities garantiti da Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac.

Va osservato che la necessità di un simile strumento emerge anche dall'analisi delle attuali emissio-

ni sovranazionali europee. Secondo un recente contributo di Banca d'Italia ²⁹, infatti, le obbligazioni sovranazionali UE, pur beneficiando di tripla A e garanzie incrociate per circa 1.600 miliardi di euro in circolazione, non svolgono di fatto la funzione di *safe asset*. La ragione risiede nella loro classificazione come strumenti «*quasi-government*» anziché come debito sovrano, che ne determina l'esclusione dai principali indici obbligazionari e, di conseguenza, una domanda indicizzata inferiore di oltre l'80% rispetto a titoli sovrani comparabili ³⁰.

In definitiva, la sfida che si pone oggi al legislatore europeo consiste nel completare la transizione da un quadro normativo concepito per la stabilizzazione post-crisi ad uno progettato per sostenere la crescita dei mercati dei capitali. Semplificare non significa deregolamentare: significa rimuovere con rigore la complessità non necessaria affinché le regole essenziali possano operare con maggiore chiarezza, minore costo e più ampia portata. Stabilità senza proporzionalità produce rigidità, e la rigidità di un mercato dei capitali globalmente competitivo sposta l'attività altrove o in altri strumenti. La competitività dei mercati non dipende dalla quantità delle regole, ma dalla loro qualità, dalla loro proporzionalità e dalla loro capacità di accompagnare, anziché ostacolare, la crescita dell'economia reale.

29 G. BONFANTI, J. MARCUCCI, *A European safe asset? Not without the investors*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 1010, giugno 2026, consultabile qui: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2026/06/Banca-d'Italia-QEF-1010-26.pdf>.

30 Ibidem.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
