

Ottobre 2020

Cartolarizzazioni: lo stato dell'arte nel framework europeo alla luce dei nuovi standard tecnici

Alessia Agneto e Michael Matullo, Italian Legal Services

1. Introduzione

Il 23 settembre 2020 sono entrati in vigore gli standard tecnici previsti dal Regolamento (UE) 2017/2402 (il c.d. Regolamento Cartolarizzazioni), in materia di obblighi di *disclosure*, repertori di dati sulle cartolarizzazioni e obblighi di notifica per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate.

Si tratta di provvedimenti lungamente attesi dagli operatori di mercato che, nel *vacuum* di una normativa di attuazione, hanno lamentato l'esistenza di non poche incertezze e difficoltà per comprendere come conformarsi in pratica alla disciplina di rango primario.

Prima di addentrarci nell'esame di queste novità, ci sia peraltro permesso un rapido *excursus* di carattere generale per inquadrare il più ampio contesto in cui esse si inseriscono.

Tra i pilastri fondamentali dell'Unione Europea si annovera la realizzazione di un mercato unico, efficiente e trasparente. La comunicazione di informazioni accurate, complete e tempestive è considerato uno dei fattori determinanti per la costituzione di un tale mercato poiché rafforza la fiducia degli investitori e consente loro una valutazione informata del rischio di investimento.

Nello specifico settore delle cartolarizzazioni, tale obiettivo è stato perseguito attraverso il Regolamento Cartolarizzazioni. Esso ha innanzitutto previsto, in via generale, che, da un lato, gli investitori in posizioni verso la cartolarizzazione adempiano a specifici obblighi di *due diligence* rispetto a questo tipo di investimenti al fine di consentire loro una adeguata valutazione dei rischi derivanti da tutti i tipi di cartolarizzazione, mentre, dall'altro lato, cedenti, promotori e società veicolo per la cartolarizzazione (o SSPE) sono stati assoggettati a corrispondenti obblighi di trasparenza (o *disclosure*) rispetto ad alcune informazioni riguardanti le relative operazioni di cartolarizzazione, siano esse pubbliche o private. Il *trait d'union* tra detti obblighi di *due diligence* e quelli di trasparenza è stato poi individuato, per quanto riguarda le operazioni di cartolarizzazioni pubbliche, nei cc.dd. "repertori di dati sulle cartolarizzazioni" (o, più semplicemente, repertori) in cui,

per l'appunto, le informazioni oggetto di *disclosure* da parte di cedenti, promotori e SSPE devono essere riversate, conservate in modo centralizzato e quindi messe a disposizione degli investitori, attuali o potenziali. Poiché nelle cartolarizzazioni private, invece, gli investitori sono in contatto diretto con il cedente e/o il promotore e dunque ricevono direttamente da questi le informazioni necessarie per esercitare la *due diligence*, queste operazioni sono esentate dall'obbligo di notifica ad un repertorio¹.

Sotto un diverso profilo, il Regolamento Cartolarizzazioni ha poi introdotto le cc.dd. cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (anche altrimenti note come cartolarizzazioni STS), prevedendo una serie di requisiti di semplicità, trasparenza e standardizzazione (i cc.dd. requisiti STS) nonché alcuni obblighi di notifica che devono essere rispettati e assolti affinché una cartolarizzazione possa qualificarsi come cartolarizzazione STS.

Il Regolamento Cartolarizzazioni attribuisce all'ESMA (*European Securities and Market Authority*) il compito di adottare, con riguardo ai predetti obblighi di trasparenza², repertori³ e obblighi di notifica⁴, separati progetti di norme tecniche di regolamentazione e norme tecniche di attuazione.

Il presente contributo si pone quindi l'obiettivo di esaminare i tratti principali della disciplina introdotta con i nuovi standard tecnici tenendo conto del più ampio *framework* europeo in materia di cartolarizzazioni.

2. Gli standard tecnici relativi agli obblighi di *disclosure*

Il Regolamento delegato (UE) 2020/1224 (o Regolamento 1224) e il Regolamento di esecuzione (UE) 2020/1225 (o Regolamento 1225) costituiscono gli standard tecnici in materia di trasparenza e contengono, rispettivamente, le norme tecniche di regolamentazione e le norme tecniche di attuazione relative agli obblighi di *disclosure*.

Il Regolamento Cartolarizzazioni impone ai cedenti, promotori e SSPE (i cc.dd. soggetti segnalanti) di fornire agli investitori e più in generale ai soggetti di cui all'articolo 17, paragrafo 1 del Regolamento Cartolarizzazioni⁵ (di seguito, per brevità, i soggetti

¹ Peraltro, nessuna norma esplicitamente vieta ai soggetti che pongano in essere cartolarizzazioni private di mettere a disposizione le informazioni rilevanti tramite il repertorio.

² Cfr. art. 7, paragrafo 3 e 4, e dell'art. 17, paragrafo 2, lettera a) e paragrafo 3.

³ Cfr. art. 10, paragrafo 7 e 8 e dell'art. 17, paragrafo 2, lettere b), c) e d).

⁴ Cfr. art. 27, paragrafo 6 e 7.

⁵ Ossia: "a) l'ESMA; b) l'EBA; c) l'EIOPA; d) il CERS; e) i membri interessati del sistema europeo di banche centrali (SEBC), compresa la Banca centrale europea (BCE) nello svolgimento dei suoi compiti nell'ambito del meccanismo di vigilanza unico a norma del regolamento (UE) n. 1024/2013; f) le autorità interessate le cui responsabilità e i cui mandati rispettivi in materia di vigilanza riguardano operazioni, mercati, partecipanti e attività che rientrano nell'ambito di applicazione del presente regolamento; g) le autorità di risoluzione designate a norma dell'articolo 3 della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (1); h) il comitato di risoluzione unico istituito ai sensi del regolamento (UE) n.

rilevanti), informazioni relative alle esposizioni sottostanti l'operazione di cartolarizzazione, la documentazione di base essenziale per la comprensione dell'operazione, il prospetto o, se del caso, una sintesi dell'operazione e delle sue principali caratteristiche, gli eventi significativi e le informazioni privilegiate sulla cartolarizzazione che il cedente, il promotore o la SSPE sono tenuti a rendere pubbliche in conformità all'articolo 17 del regolamento europeo sugli abusi di mercato⁶.

Gli standard tecnici sulla trasparenza si pongono come obiettivo quello di consentire ai soggetti rilevanti di monitorare in modo efficace il funzionamento globale dei mercati delle cartolarizzazioni, le tendenze relative ai portafogli di attività sottostanti, le strutture e gli effetti delle cartolarizzazioni nel panorama macroeconomico generale.

Gli allegati al Regolamento 1224 contengono una serie di articolati elenchi di tutte le informazioni che devono essere fornite dai soggetti segnalanti a seconda della particolare categoria di esposizione sottostante (vale a dire, le categorie di crediti derivanti da acquisti di immobili residenziali e non residenziali, imprese, automobili, consumatori, carte di credito, leasing, nonché, in via residuale, tutte le categorie diverse dalle precedenti). Per ciascuna categoria, dovranno essere messe a disposizione le informazioni relative all'identificazione e qualificazione delle esposizioni sottostanti⁷ ed alle eventuali garanzie reali e/o personali⁸.

Attesi dagli operatori erano soprattutto i chiarimenti circa le informazioni da fornire in merito alle esposizioni cc.dd. *non-performing*, in relazione alle quali il Regolamento Cartolarizzazioni non aveva previsto alcuna disciplina transitoria. Ora i soggetti segnalanti per cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate dovranno mettere a disposizione, oltre alle citate informazioni relative all'inquadramento delle esposizioni sottostanti ed alle eventuali garanzie reali, anche quelle relative agli incassi storici⁹.

Le informazioni sulle esposizioni sottostanti, le informazioni privilegiate e sugli eventi significativi si caratterizzano per una elevata granularità, ritenuta dal legislatore europeo utile per gli investitori poiché dati disaggregati consentono un migliore sistema di monitoraggio e controllo¹⁰. Stante la loro granularità, le informazioni devono essere complete e coerenti con conseguente obbligo in capo al soggetto segnalante di correggere eventuali errori materiali cui dovesse incorrere¹¹.

806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio (2); i) le autorità di cui all'articolo 29; j) investitori e potenziali investitori.”

⁶ Cfr. Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio

⁷ Tra cui l'identificazione e le specifiche relative alle esposizioni sottostanti, al debitore e al procedimento giudiziale e/o procedura concorsuale nonché ai relativi termini.

⁸ Ivi inclusi i relativi importi e le specifiche dell'eventuale processo esecutivo.

⁹ Trattasi, in particolare, delle specifiche relative ai saldi legali non pagati, alla cronologia dei saldi in arretrato ed alla cronologia dei rimborsi effettuati.

¹⁰ Cfr. Considerando n. 7 del Regolamento 1224.

¹¹ Cfr. articolo 9 del Regolamento 1224.

Come richiesto dalla Commissione Europea nella sua lettera all'ESMA del novembre 2018, ove l'informazione richiesta non risulti disponibile è consentito inserire, in ipotesi tassative, una *No Data Option*, fornendo mediante spiegazioni predefinite e standardizzate le ragioni e le circostanze specifiche che hanno determinato l'indisponibilità del dato.

Le informazioni dovrebbero infine essere aggiornate, dunque riferirsi ad un periodo di tempo quanto più prossimo alla data di presentazione delle stesse, che non può essere superiore a uno o due mesi (a seconda dei casi) dalla data di presentazione.

3. Gli standard tecnici relativi ai repertori

Con riguardo ai repertori, il Regolamento delegato (UE) 2020/1230 (o Regolamento 1230) disciplina il processo di registrazione prevedendo sia una domanda ordinaria di registrazione sia una domanda semplificata di c.d. estensione della registrazione nell'ipotesi in cui soggetti già registrati come repertori di dati sulle negoziazioni¹² intendano estendere la propria registrazione ai sensi del Regolamento Cartolarizzazioni¹³. Il modello da utilizzare per le due domande è contenuto in un regolamento separato, il Regolamento delegato (UE) 2020/1228 (o Regolamento 1228).

La domanda di registrazione ha il duplice scopo di identificare, da un lato, il richiedente e, dall'altro, le attività che questi eserciterà. A tal fine deve contenere una serie di informazioni relative allo *status* giuridico ed alla identificazione del richiedente¹⁴ ed ai servizi che questi intende svolgere, fatta salva, in ogni caso, la possibilità per l'ESMA di richiedere informazioni aggiuntive.

Poiché le cartolarizzazioni sono operazioni particolarmente complesse che comportano la necessità di mettere a disposizione molte tipologie di informazioni diverse (*i.e.* esposizioni sottostanti, flussi di cassa, struttura della cartolarizzazione, accordi con terzi), il Regolamento 1230 richiede che i repertori dimostrino di possedere sufficienti conoscenze ed esperienza professionale per ricevere, trattare e mettere a disposizione dati così articolati e che, allo stesso tempo, dispongano di sistemi e strumenti adeguati a tal fine¹⁵.

¹² Trattasi dei repertori di dati sulle negoziazioni registrati a norma del Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni come modificato dal Regolamento (UE) 2015/2365.

¹³ Il contenuto della domanda di estensione risulta semplificato rispetto a quello della domanda di registrazione. Difatti, l'articolo 29 richiama solo alcune delle informazioni che devono essere fornite da coloro che per la prima volta si accingono a richiedere la registrazione come repertorio.

¹⁴ Il paragrafo 2 dello stesso articolo 2 prevede, infatti, che la domanda di registrazione debba indicare, *inter alia*, la denominazione sociale del richiedente, il luogo di residenza, il sito *web* della persona giuridica.

¹⁵ Si veda, al riguardo, il Considerando n. 3 al Regolamento 1230.

Per questo motivo, il Regolamento 1230 prevede uno spettro particolarmente ampio di informazioni, dati e documenti che debbono essere inclusi nella domanda di registrazione, tra cui:

- (i) le informazioni relative alla struttura societaria del richiedente, alle politiche e procedure interne di *corporate governance* ed ai conflitti di interesse potenziali o attuali;
- (ii) le politiche e procedure esistenti idonee a garantire il corretto svolgimento delle funzioni per le quali il repertorio richiede la registrazione, nonché le misure che intende adottare in caso di violazione di tali protocolli e le modalità di segnalazione e notifica all'ESMA¹⁶;
- (iii) le procedure, le risorse, i metodi ed i canali per la segnalazione, raccolta, messa a disposizione nei confronti dei soggetti rilevanti delle informazioni, nonché le modalità di accesso alle stesse ed i criteri che ne determinano le eventuali restrizioni¹⁷;
- (iv) le politiche di fissazione del prezzo relativo alla fornitura di servizi di base e/o accessori offerti dai repertori;
- (v) le modalità di individuazione e riduzione del rischio operativo, i relativi piani di continuità e, in caso di perturbazioni, le modalità secondo le quali i servizi di base risultano comunque garantiti;
- (vi) le eventuali attività esternalizzate, le misure organizzative adottate e i rischi che l'esternalizzazione comporta¹⁸;
- (vii) le modalità di protezione dei sistemi informatici contro usi impropri, accessi non autorizzati o attacchi mirati e le procedure attivabili, in modo rapido e tempestivo, in caso di violazione delle misure di sicurezza al fine di informare l'ESMA ed i propri utenti dell'accaduto;

¹⁶ In particolare, la domanda deve descrivere analiticamente: (i) le procedure adottate al fine di conformarsi alle disposizioni del Regolamento Cartolarizzazioni; (ii) le politiche, anche retributive, in materia di personale e di alta dirigenza; e (iii) le politiche relative alle risorse informatiche impiegate dal richiedente per l'erogazione dei servizi di base inerenti a cartolarizzazioni. Qualora, poi, il richiedente, o un'impresa del suo gruppo, abbia concluso un accordo di servizi di base sulla cartolarizzazione o intenda concludere un accordo simile, dovrà fornire dettagli anche in merito a detti servizi nonché alle procedure e politiche atte a garantirne la necessaria separazione operativa.

¹⁷ Le informazioni cui deve essere assicurato l'accesso vengono specificate all'articolo 5 del Regolamento 1229: (i) tutte le informazioni pervenute conformemente al Regolamento Cartolarizzazioni; (ii) il rapporto di fine giornata di cui all'articolo 2 del Regolamento 1229; e (iii) le formule e i metodi di calcolo e di aggregazione utilizzati per generare le informazioni di cui sopra. Ai sensi dell'articolo 6, l'accesso è accordato su richiesta che deve contenere le informazioni e rispettare i requisiti di cui al paragrafo 1.

¹⁸ Il richiedente rimane responsabile delle attività esternalizzate e si assicura che l'esternalizzazione non limiti la sua capacità di esercitare le funzioni di alta dirigenza o di gestione.

(viii) le procedure e politiche volte a: (a) verificare l'identità di colui che richiede accesso alle informazioni, (b) verificare la correttezza e completezza delle informazioni ricevute ai sensi della disciplina rilevante e della conseguente pubblicazione, e (c) prevenire l'uso improprio, la divulgazione o l'uso commerciale delle informazioni.

La disciplina di carattere operativo relativa ai metodi atti a garantire la raccolta, aggregazione, comparazione e verifica di completezza e coerenza dei dati di accesso da parte dei repertori è invece affidata ad un altro regolamento (vale a dire il Regolamento delegato (UE) 2020/1229 o Regolamento 1229).

Quanto, in particolare, alla raccolta e aggregazione dei dati, è posto a carico dei repertori un articolato obbligo di rapporto giornaliero relativo alle cartolarizzazioni dallo stesso segnalate al repertorio, oltre a prevedersi appositi standard per la raccolta e l'accesso ai dati nonché specifiche procedure per l'aggregazione degli stessi.

Con riguardo alla comparazione e verifica della completezza e della coerenza dei dati, oltre alle procedure ed agli standard previsti all'articolo 4¹⁹, si stabilisce che i repertori debbono valutare se le informazioni risultino complete e coerenti attribuendo un "punteggio globale di completezza dei dati" per ogni comunicazione ricevuta, utilizzando a tal fine una specifica matrice di calcolo. In questo modo, nel quadro del rapporto giornaliero che il repertorio mette a disposizione degli investitori, viene fornito un parametro puntuale che consente di valutare la completezza delle informazioni prodotte dagli operatori del mercato²⁰.

4. Gli standard tecnici relativi agli obblighi di notifica STS

Il Regolamento delegato (UE) 2020/1226 (o Regolamento 1226) e il Regolamento di esecuzione (UE) 2020/1227 (o Regolamento 1227), costituiscono gli standard tecnici relativi alle informazioni da fornire conformemente ai requisiti di notifica in materia di cartolarizzazione STS e ne contengono, rispettivamente, le norme tecniche di regolamentazione e le norme tecniche di attuazione.

Gli standard tecnici sulla notifica STS si occupano di dettare gli aspetti regolamentari ed operativi degli obblighi di notifica STS che gravano sui soggetti segnalanti in base alle disposizioni del Regolamento Cartolarizzazioni. In particolare, i cedenti ed i promotori

¹⁹ L'articolo 4 prevede che i repertori verifichino la completezza e la coerenza (i) delle informazioni segnalate ai sensi del Regolamento 1224; (ii) delle informazioni fornite dai soggetti segnalanti ai sensi della tabella 3 dell'allegato I del Regolamento 1224 (per le quali si prevede che questi ultimi forniscano una conferma scritta entro i termini stabiliti al paragrafo 4); e (iii) della conformità della notifica STS rispetto alla disciplina di cui al Regolamento 1227. In aggiunta, l'articolo fornisce indicazioni di carattere procedurale circa le modalità ed i tempi di comunicazioni ai soggetti segnalanti dell'esito della verifica di completezza e coerenza. Infine, prevede un obbligo da parte dei repertori di fornire un rapporto settimanale sulle informazioni rigettate.

²⁰ Saranno poi i meccanismi di equilibrio del mercato stesso ad estromettere (e quindi sanzionare) gli operatori che non ottengano un soddisfacente punteggio globale di completezza dei dati.

debbono notificare all'ESMA le informazioni contenute nel Regolamento 1226, servendosi della modulistica approntata dal Regolamento 1227.

In relazione all'oggetto delle informazioni che devono essere notificate all'ESMA, il Regolamento 1226 prevede tre diverse classificazioni, a seconda del **tipo** di operazione di cui si tratta, del **contenuto** dell'informazione che deve essere fornita e del **grado di dettaglio** della stessa.

Quanto al tipo di operazione, si riprende la *summa divisio* posta dal Regolamento Cartolarizzazioni tra cartolarizzazioni *Asset-Backed Commercial Paper* e *Non Asset-Backed Commercial Paper*, a seconda che i titoli emessi nell'ambito dell'operazione abbiano o meno natura di *commercial paper* garantiti da attività a breve o brevissima durata.

Per quel che riguarda il contenuto, si distingue tra informazioni generali ed informazioni specifiche. Le prime individuano le coordinate fondamentali necessarie al fine dell'identificazione della cartolarizzazione²¹, mentre le seconde consentono di verificare la conformità dell'operazione ai requisiti STS²².

Le informazioni specifiche sono ulteriormente suddivise in tre categorie, in base al grado di dettaglio e complessità con cui i soggetti obbligati debbono fornire le informazioni medesime, al fine di stabilire se i requisiti STS siano stati soddisfatti. Si distingue tra:

- (i) conferma, nell'ipotesi in cui l'informazione specifica, essendo contenuta nella documentazione di base e risultando perciò evidente, deve semplicemente essere confermata dal notificante²³;
- (ii) spiegazione concisa, qualora, trattandosi di un requisito più complesso, sia necessario un *quid pluris* rispetto ad una semplice conferma ai fini della comunicazione dell'informazione²⁴; e
- (iii) spiegazione dettagliata, qualora si tratti dei requisiti STS più complessi, che necessitano di una comunicazione particolareggiata dell'informazione²⁵.

²¹ Quali, *inter alia*, il codice identificativo degli strumenti finanziari, il nome della cartolarizzazione, il paese di stabilimento, la classificazione delle esposizioni sottostanti.

²² Ad esempio, l'omogeneità del portafoglio e delle esposizioni sottostanti, l'inesistenza di requisiti rigidi in tema di revocatoria, la conformità rispetto alla cd. *retention rule*.

²³ Ad esempio, l'assenza di c.d. ricartolarizzazione. In questo caso, trattandosi di un requisito non particolarmente complesso in termini di verifica, si richiede una semplice conferma da parte del notificante.

²⁴ Ad esempio, l'assenza di disposizioni rigide in tema di revocatoria. In questo caso per verificare tale requisito è necessario che il notificante renda una spiegazione concisa che illustri se la cartolarizzazione contiene una delle disposizioni rigide in tema di revocatoria previste all'articolo 20 del Regolamento Cartolarizzazioni.

²⁵ Ad esempio, l'esperienza richiesta al gestore e l'esistenza di politiche, procedure e controlli adeguati di gestione del rischio.

Il Regolamento 1226 prevede, poi, un regime specifico per le ipotesi di cartolarizzazione privata. In questo caso, il legislatore europeo, conscio della necessità di evitare la divulgazione di informazioni commerciali sensibili, ha previsto un meccanismo di doppia notifica: una prima notifica completa di tutte le informazioni viene trattenuta dall'ESMA in registri protetti cui possono avere accesso le sole autorità competenti, mentre una seconda notifica anonimizzata²⁶ viene pubblicata sul sito *web* dell'autorità.

Nell'ipotesi in cui i documenti della cartolarizzazione contengano informazioni rilevanti ai fini della notifica all'ESMA, il notificante può rinviare a questi secondo il meccanismo delle c.d. informazioni supplementari di cui all'articolo 2 del Regolamento 1226.

Infine, il Regolamento 1227 disciplina gli aspetti più squisitamente operativi delle notifiche in parola, prevedendone i relativi moduli. L'obiettivo dichiarato dal legislatore europeo è garantire la semplicità e l'armonizzazione delle notifiche stesse e, dunque, una raccolta efficiente dei dati da parte dell'ESMA, che a sua volta facilita il controllo sulla coerenza e la valutazione della completezza delle informazioni da parte degli investitori e delle autorità competenti.

5. Conclusioni

Gli standard tecnici, come anticipato in apertura del presente contributo, erano molto attesi dagli operatori del mercato e la loro emanazione rappresenta un passo in avanti importante ai fini dell'attuazione di un quadro regolamentare comune in materia di *securitisation*.

La normativa si presenta come un complesso sostanzialmente organico e tratteggia in modo dettagliato la disciplina regolamentare relativa alle questioni più squisitamente tecnico-operative lasciate aperte dal Regolamento Cartolarizzazioni.

Si è detto, tuttavia, che l'intervento sovranazionale si è fatto attendere, tanto è vero che, con specifico riferimento agli standard tecnici sulla trasparenza, nel perdurante ritardo del legislatore europeo, molti degli operatori si sono *medio tempore* dotati degli strumenti idonei ad assicurarne l'attuazione pratica e, in particolare, a garantire una tempestiva transizione ai nuovi modelli di reportistica oggi previsti. In questo senso, dunque, gli operatori del mercato si sono dimostrati sostanzialmente pronti ed in linea con quanto previsto dal recente intervento sovranazionale. D'altro canto, però, è evidente come la disciplina dimostrerà la propria funzionalità nella misura in cui sarà calata nel mercato ed assorbita completamente dai suoi attori, i quali, ad oggi, hanno già dato prova di lungimiranza.

In conclusione, la normativa europea in materia di standard tecnici deve, senza dubbio, essere salutata con favore, in quanto fondamentale tassello mancante per

²⁶ La notifica anonimizzata contiene le sole informazioni relative alla classificazione della cartolarizzazione e delle esposizioni sottostanti.

l'implementazione del *framework* sovranazionale in materia di cartolarizzazioni. Resta tuttavia ancora aperto il tema della *risk retention*, in relazione al quale gli operatori rimangono in attesa dell'implementazione dei relativi standard tecnici.