

Novembre 2020

## Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni

Gianrico Giannesi e Gregorio Consoli, Chiomenti

### 1. Introduzione

Con l'obiettivo di rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni, creando condizioni uniformi a livello europeo per realizzare tali operazioni e collocare i relativi titoli *asset-backed* anche ad investitori al dettaglio, il legislatore comunitario, a partire dal 1° gennaio 2019, ha introdotto un *framework* specifico ("**Securisation Framework**") per le cartolarizzazioni STS (*Simple, Transparent and Standardised*).

Il *Securisation Framework* è definito dai seguenti Regolamenti:

- il Regolamento (UE) 2017/2401 (di seguito, il "**Regolamento 2401**"), che modifica il Regolamento (UE) 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (*Capital Requirement Regulation*, "**CRR**") al fine di introdurre un nuovo quadro regolamentare in materia di cartolarizzazione; e
- il Regolamento 2017/2402 (di seguito, il "**Regolamento 2402**" o il "**Securisation Regulation**") che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e rappresenta la normativa generale delle operazioni di cartolarizzazione.

Il Regolamento 2401, in estrema sintesi, ha profondamente modificato il trattamento prudenziale delle operazioni di cartolarizzazione (i) riducendo il ricorso a valutazioni del merito di credito di agenzie esterne e (ii) elevando il livello minimo di ponderazione delle posizioni verso la cartolarizzazione (*floor*) dal 7% previsto da Basilea 2 al nuovo livello del 15% e del 10% per le cartolarizzazioni STS.

L'allontanamento della normativa prudenziale dalle valutazioni delle agenzie di *rating* si è tradotto nella possibilità per le banche di calcolare i requisiti prudenziali a fronte delle posizioni verso la cartolarizzazione attraverso metodologie che non necessitano di valutazioni esterne, soluzione che, ai sensi del previgente assetto del CRR, era prevista solo per alcune banche.

In maggior dettaglio, il nuovo Regolamento 2401 prevede due approcci: (i) l'*Internal Rating Based Approach* (c.d. SEC-IRBA), che è l'approccio di base per le banche che

utilizzano i metodi interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito, e (ii) lo *Standardised Approach* (c.d. SEC-SA), che è l'approccio di base per le banche che utilizzano la metodologia standardizzata per il calcolo di tali requisiti. È previsto un terzo approccio che fa ancora ricorso alle valutazioni delle agenzie esterne (*External Rating Based Approach*), ma questo viene utilizzato solo in via residuale dalle banche che utilizzano i metodi interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali che non sono in grado di adottare l'approccio SEC-IRBA e in altri casi specifici previsti dalla normativa.

Quanto alle cartolarizzazioni STS, queste ricevono un trattamento migliore in termini di requisiti prudenziali rispetto alle altre tipologie di cartolarizzazioni in ragione dell'applicazione di fattori minimi di ponderazione più bassi.

Con riferimento, invece, al Regolamento 2402, questo mira a disegnare un nuovo quadro normativo europeo relativo alle cartolarizzazioni introducendo, da un lato, una nuova e specifica disciplina per le cartolarizzazioni STS (per la quale si rinvia *infra* al par. 2) e, dall'altro, armonizzando a livello europeo alcune materie della regolamentazione relativa alle cartolarizzazioni, come ad esempio gli obblighi in materia di *due diligence* e l'obbligo di *risk retention*, in modo da superare la rischiosità delle strutture opache e complesse.

Nella stessa ottica, cioè quella di contrastare le operazioni idonee ad ostacolare il livello di trasparenza che il legislatore comunitario ha inteso stabilire, il Regolamento 2402 introduce il divieto di ricartolarizzazione. Non si tratta di un divieto generalizzato, bensì di una previsione che consente che tali operazioni possano essere realizzate solo nelle ipotesi tassativamente individuate dal Regolamento stesso e giustificate da un fine legittimo.

## **2. Requisiti STS previsti dal capitolo 4 della Securitisation Regulation (artt. da 18 a 26) sia per le cartolarizzazioni non-ABCP che per le cartolarizzazioni ed i programmi ABCP. Focus sui criteri aggiuntivi per le operazioni di cartolarizzazione con struttura *revolving***

Come anticipato, il Regolamento 2402 definisce agli articoli da 18 a 26 i requisiti per le cartolarizzazioni STS, distinguendo tra (i) i requisiti in materia di semplicità, standardizzazione e trasparenza e (ii) le cartolarizzazioni diverse dalle cartolarizzazioni ABCP (*Asset-Backed Commercial Paper*) e quelle ABCP<sup>1</sup>.

I principali requisiti STS, illustrati sinteticamente di seguito, sono comuni alle due diverse tipologie di cartolarizzazioni, fatta eccezione per le previsioni relative al promotore di un

---

<sup>1</sup> Tali criteri STS sono ulteriormente specificati nelle *Guidelines on STS criteria for non-ABCP securitisation* e *Guidelines on STS criteria for ABCP securitisation*, pubblicate dalla *European Banking Authority* (EBA) in data 12 dicembre 2018, con l'obiettivo di assicurare un'interpretazione e un'applicazione armonizzate a livello UE dei criteri STS.

programma ABCP e ai requisiti a livello di programma che riguardano solo le cartolarizzazioni ABCP. In particolare:

- il cedente, il promotore e la SSPE (securitisation special purpose entity) che partecipano alla cartolarizzazione considerata STS devono essere stabiliti nell'Unione;
- la cartolarizzazione deve essere di tipo tradizionale; ciò significa che la SSPE deve acquisire il titolo relativo alle esposizioni sottostanti tramite vendita o cessione effettiva o trasferimento avente gli stessi effetti giuridici in una maniera opponibile al venditore o a qualsiasi terzo (cd. true sale);
- la cartolarizzazione STS deve essere garantita da un portafoglio di esposizioni sottostanti omogenee per tipologia di attività, tenuto conto delle specifiche caratteristiche in termini di flussi di cassa della tipologia di attività, fra cui le caratteristiche relative al contratto, al rischio di credito e ai rimborsi anticipati, e non può contenere nessuna esposizione verso un'altra cartolarizzazione (divieto di ricartolarizzazione);
- le esposizioni sottostanti sono create nel corso ordinario dell'attività del cedente o del prestatore originario nel rispetto di parametri di sottoscrizione non meno rigorosi di quelli che il cedente o il prestatore originario aveva applicato ad analoghe esposizioni non cartolarizzate al momento della loro creazione;
- le esposizioni sottostanti non comprendono, al momento della selezione, esposizioni in stato di default ai sensi dell'articolo 178(1) del CRR, né esposizioni verso un debitore o un garante di affidabilità creditizia deteriorata che, a conoscenza del cedente o prestatore originario, è stato dichiarato insolvente o sottoposto a misure di ristrutturazione del debito, ovvero ha una valutazione del merito di credito o un punteggio di affidabilità creditizia che indica l'esistenza di un rischio di inadempimento dei pagamenti pattuiti contrattualmente sensibilmente più elevato di quello relativo a esposizioni comparabili non cartolarizzate detenute dal cedente;
- il debitore deve aver effettuato almeno un pagamento al momento del trasferimento;
- il rimborso del detentore delle posizioni verso la cartolarizzazione non è strutturato in modo da dipendere in maniera preponderante dalla vendita delle attività poste a garanzia delle esposizioni sottostanti;
- il cedente, lo sponsor (se presente) o il prestatore originario adempie l'obbligo di risk retention;
- il rischio di tasso di interesse e il rischio di cambio derivanti dalla cartolarizzazione sono adeguatamente attenuati ed è data comunicazione di eventuali misure adottate a tal fine. Salvo ai fini della copertura del rischio di tasso di interesse o del rischio

di cambio, la SSPE non stipula derivati e deve assicurare che il portafoglio di esposizioni sottostanti non comprende derivati;

- a seguito dell'avvio di un'azione esecutiva o della notifica di una messa in mora: (i) nessun quantitativo di contante è bloccato nella SSPE oltre a quanto necessario per assicurare il funzionamento operativo o il regolare rimborso degli investitori, salvo che circostanze eccezionali richiedano di evitare il deterioramento della qualità creditizia delle esposizioni sottostanti; (ii) gli introiti in capitale derivanti dalle esposizioni sono trasferiti agli investitori mediante rimborso sequenziale delle posizioni verso la cartolarizzazione in base alla seniority di ciascuna; (iii) il rimborso delle posizioni verso la cartolarizzazione non è invertito rispetto al rango di ciascuna; (iv) nessuna disposizione può imporre la liquidazione automatica delle esposizioni sottostanti al valore di mercato;
- la documentazione riguardante l'operazione comprende adeguate clausole di rimborso anticipato o – in caso di cartolarizzazione rotativa (cd. revolving)<sup>2</sup> – eventi attivatori della conclusione del periodo rotativo, compreso un set minimo di trigger elencati all'articolo 21(6) del Regolamento in esame, come meglio specificati in seguito;
- il gestore (servicer) deve avere esperienza di gestione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate e deve predisporre politiche, procedure e controlli in materia di gestione del rischio ben documentati e adeguati riguardanti la gestione delle esposizioni;
- per le operazioni caratterizzate da una priorità di pagamento non sequenziale sono previsti trigger (ad es., il deterioramento della qualità creditizia delle esposizioni sottostanti al di sotto di una data soglia) basati sulla performance delle esposizioni sottostanti che comportano il ripristino della priorità di pagamento secondo pagamenti sequenziali in funzione del rango;
- prima del pricing, l'originator e lo sponsor (se presente) mettono a disposizione dei potenziali investitori:
  - i dati storici sulla *performance* statica e dinamica in termini di inadempienza e di perdite relativi a esposizioni sostanzialmente analoghe a quelle oggetto della cartolarizzazione, nonché le fonti di tali dati e gli elementi in base ai quali le esposizioni sono considerate analoghe. Tali dati coprono un periodo di almeno cinque anni;
  - un modello di flusso di cassa delle passività che rappresenti precisamente il rapporto contrattuale che intercorre tra le esposizioni sottostanti e il flusso dei

---

<sup>2</sup> Il Securitisation Regulation definisce la cartolarizzazione rotativa come una cartolarizzazione la cui struttura ha natura rotativa grazie all'aggiunta o alla sottrazione delle esposizioni dal portafoglio di esposizioni indipendentemente dal fatto che le esposizioni abbiano o meno natura rotativa.

pagamenti tra il *originator*, lo *sponsor* (se presente), gli investitori, altri terzi e la SSPE e, dopo la fissazione del prezzo, mette tale modello a disposizione degli investitori su base continuativa e dei potenziali investitori su richiesta;

- prima dell'emissione dei titoli, un campione delle esposizioni sottostanti è sottoposto a una verifica esterna, applicando un coefficiente di confidenza pari almeno al 95%, condotta da un soggetto adeguato e indipendente, il quale verifica anche l'esattezza dei dati divulgati sulle esposizioni sottostanti.

Gli articoli 20 e 21 del Securitisation Regulation prevedono inoltre, per le cartolarizzazioni diverse dai programmi e dalle cartolarizzazioni ABCP, alcuni criteri che trovano applicazione nei confronti delle cartolarizzazioni rotative (cd. *revolving*)<sup>3</sup>.

Con riferimento ai criteri STS in materia di semplicità, l'articolo 20(7) del Securitisation Regulation prevede, *inter alia*, che le esposizioni trasferite alla SSPE dopo la conclusione dell'operazione devono soddisfare i criteri di ammissibilità applicati alle esposizioni sottostanti iniziali e specificati nella documentazione relativa all'operazione di cartolarizzazione. Qualora, nel corso dell'operazione, la SSPE acquisti ulteriori portafogli di crediti, il rispetto di tale requisito richiede che ciascun portafoglio ulteriore sia selezionato sulla base dei criteri di selezione applicati al portafoglio iniziale.

Al fine di prevenire il fenomeno del cd. *cherry picking* nell'ambito delle cartolarizzazioni rotative ed assicurare che i crediti cartolarizzati derivano da finanziamenti erogati dall'*originator* nel rispetto di parametri di sottoscrizione non meno rigorosi di quelli che il cedente o prestatore originario aveva applicato ad analoghe esposizioni non cartolarizzate al momento della loro creazione, l'articolo 20(10) del Securitisation Regulation prevede in capo all'*originator* l'obbligo di comunicare ai potenziali investitori integralmente e senza indebito ritardo i parametri di sottoscrizione in conformità dei quali sono create le esposizioni sottostanti e qualsiasi modifica sostanziale rispetto a precedenti parametri di sottoscrizione.

Inoltre, l'articolo 20(12) del Securitisation Regulation prevede una espressa deroga al requisito STS relativo all'inclusione nel portafoglio cartolarizzato di esposizioni per le quali il relativo debitore ha effettuato, alla relativa data di trasferimento, almeno un pagamento. Tale requisito non trova applicazione per le cartolarizzazioni rotative garantite da esposizioni pagabili in un'unica rata o con scadenza inferiore a un anno, compresi, senza alcuna limitazione, i pagamenti mensili previsti per i crediti rotativi.

Infine, con riferimento ai criteri STS relativi alla standardizzazione di cui all'articolo 21 del Securitisation Regulation applicabili alle cartolarizzazioni *revolving*, particolare attenzione deve essere posta in relazione all'articolo 21(6) del Securitisation Regulation

---

<sup>3</sup> Il Securitisation Regulation definisce la cartolarizzazione rotativa come una cartolarizzazione la cui struttura ha natura rotativa grazie all'aggiunta o alla sottrazione delle esposizioni dal portafoglio di esposizioni indipendentemente dal fatto che le esposizioni abbiano o meno natura rotativa.

che richiede, *inter alia*, che la documentazione preveda determinati eventi il cui verificarsi comporta la fine del periodo rotativo e quindi della possibilità per la SSPE di acquistare - ovvero, la possibilità da parte dell'ente cedente di cedere – nuovi crediti. Tra gli eventi indicati da tale previsione normativa figurano (i) il deterioramento della qualità creditizia delle esposizioni sottostanti fino a una data soglia o al di sotto di essa; (ii) il verificarsi di un evento di insolvenza riguardante il cedente o il gestore (*servicer*); (iii) il calo del valore delle esposizioni sottostanti detenute dalla SSPE al di sotto di una data soglia e (iv) l'incapacità di creare in quantità sufficiente nuove esposizioni sottostanti che soddisfano la qualità creditizia prestabilita.

Con riferimento agli ulteriori criteri STS specificamente previsti per le cartolarizzazioni ABCP, il Regolamento 2402 contiene delle previsioni specifiche in materia di promotore del programma ABCP e requisiti a livello di programma.

Quanto al promotore, questo deve essere un ente creditizio sottoposto a vigilanza ai sensi della direttiva 2013/36/UE (CRD IV) ed è chiamato a svolgere il ruolo di fornitore di linee di liquidità e di sostegno di tutte le posizioni verso la cartolarizzazione a livello di programma ABCP, coprendo tutti i rischi di liquidità e di credito e qualsiasi rischio rilevante di diluizione delle esposizioni cartolarizzate, nonché tutti gli altri costi delle operazioni e i costi relativi all'intero programma, qualora necessari a garantire all'investitore il pagamento integrale di qualsiasi importo nell'ambito dell'ABCP con tale sostegno. Il Regolamento 2402 pone, poi, in capo al promotore gli obblighi di *due diligence*, di *retention* e di trasparenza verso gli investitori.

Con riferimento, invece, ai requisiti a livello di programma, il Regolamento 2402 prevede che tutte le operazioni ABCP nell'ambito di un programma ABCP devono soddisfare i requisiti di cui all'articolo 24. Il programma ABCP non comprende alcuna ricartolarizzazione e il supporto di credito non determina un secondo strato di segmentazione a livello di programma e i titoli emessi dal programma ABCP non devono comprendere opzioni *call*, clausole di proroga o altre clausole che influiscono sulla scadenza finale dei titoli, se tali opzioni o clausole possono essere esercitate a discrezione del venditore, del promotore o della SSPE. Il Regolamento contiene, inoltre, indicazioni dettagliate sul contenuto della documentazione riguardante il programma ABCP.

### **3. La notifica STS ed il soggetto terzo valutatore della conformità delle cartolarizzazioni ai criteri STS (il “Terzo Verificatore”) – (i) procedura di notifica per le cartolarizzazioni pubbliche e private e (ii) ruolo del Terzo Verificatore**

Al fine di poter usufruire dei benefici illustrati finora relativamente alle cartolarizzazioni “*semplici, trasparenti e standardizzate*”, l'articolo 27 del Securitisation Regulation richiede che il cedente ed il promotore (*sponsor*) – se presente - di una cartolarizzazione non-ABCP inviino congiuntamente all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) una notifica attraverso la quale tali soggetti forniscono una spiegazione delle modalità con cui i requisiti stabiliti dagli articoli da 19 a 22 (per le cartolarizzazioni non-



ABCP) e dagli articoli da 23 a 26 (per le cartolarizzazioni e i programmi ABCP) sono stati soddisfatti.

In relazione al contenuto della notifica sopracitata, l'articolo 27 della Securitisation Regulation e la normativa attuativa relativa alla cd. notifica STS<sup>4</sup> (complessivamente, la “**Normativa sulla Notifica STS**”) stabiliscono, *inter alia*, requisiti informativi diversi per cartolarizzazioni “*pubbliche*” (i.e. le cartolarizzazioni in relazione alle quali il prospetto è stato redatto conformemente al Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE) e cartolarizzazioni “*private*”.

Nello specifico, per le cartolarizzazioni non-ABCP “*private*”, la Normativa sulla Notifica STS stabilisce che le informazioni da includere nella notifica STS sono accompagnate dalle informazioni di cui ai campi STS9 e STS10 (rispettivamente, la classificazione della cartolarizzazione e la classificazione delle attività sottostanti). In caso di cartolarizzazione “*privata*” conforme ai requisiti STS, il cedente ed il promotore (*sponsor*) – ove presente – potranno inviare all'ESMA due diverse notifiche STS: (i) una notifica STS completa e non anonima che non sarà resa pubblica e sarà mantenuta dall'ESMA e resa disponibile alle autorità competenti e (ii) una notifica STS anonima che sarà inserita dall'ESMA nell'apposito registro delle cartolarizzazioni STS, disponibile pubblicamente sul sito web dell'ESMA.

Per quanto concerne le cartolarizzazioni “*pubbliche*”, il cedente ed il promotore (*sponsor*) – ove presente – dovranno inviare una sola notifica STS completa e non anonima che sarà disponibile pubblicamente sul sito web dell'ESMA. Tale notifica dovrà essere predisposta dal cedente e dal promotore (*sponsor*) – ove presente – sulla base del *template* di notifica STS disponibile sul sito web dell'ESMA dedicato alle cartolarizzazioni “*pubbliche*” e nel rispetto delle previsioni contenute nel RD sulla Notifica STS, nel RE sulla Notifica STS e nelle *Q&A* relative al Securitisation Regulation pubblicate dall'ESMA. Il soggetto notificante dovrà quindi inserire negli appositi campi previsti dal relativo *template*, *inter alia*, la spiegazione delle modalità con cui l'operazione di cartolarizzazione soddisfa i requisiti STS oltre ad alcune generali informazioni relative alla cartolarizzazione in modo da facilitarne l'individuazione (e.g. il codice identificativo dei titoli (*International Security Identification Code – ISIN*) (STSS1), il *Legal Entity Identifier* (STSS2) e la data di emissione dei titoli (STSS11)).

---

<sup>4</sup> Si consideri a tal fine il Regolamento delegato (UE) 2020/1226 della Commissione del 12 novembre 2019, che integra il Regolamento 2402 e che stabilisce norme tecniche di regolamentazione per specificare le informazioni da fornire conformemente ai requisiti di notifica STS (il “**RD sulla Notifica STS**”) e il Regolamento di esecuzione (UE) 2020/1227 della Commissione del 12 novembre 2019, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda i moduli per fornire le informazioni conformemente ai requisiti di notifica STS (il “**RE sulla notifica STS**”).

Inoltre, al fine di fornire un supporto pratico ai soggetti che intendono procedere alla predisposizione della notifica per le cartolarizzazioni “*semplici, trasparenti e standardizzate*”, l’ESMA ha reso disponibili delle apposite istruzioni, facilitando l’adozione da parti dei notificanti di un formato armonizzato di notifica STS. La comunicazione delle informazioni in un formato armonizzato non solo consente la raccolta efficiente dei dati da parte dell’Autorità, ma facilita i controlli di coerenza e la valutazione della completezza da parte degli investitori e delle autorità competenti.

La disciplina della notifica STS contenuta nel Securitisation Regulation prevede, poi, la possibilità per il cedente, il promotore o la SSPE di ricorrere ai servizi di un terzo autorizzato per verificare se una cartolarizzazione è conforme ai requisiti STS (il “**Terzo Verificatore**”). In tali ipotesi, ferma restando la responsabilità del cedente, del promotore o della SSPE in relazione agli obblighi previsti dal Securitisation Regulation, la notifica STS dovrà includere una dichiarazione indicante che la conformità ai criteri STS è stata confermata dal Terzo Verificatore, il nome del Terzo Verificatore, il suo luogo di stabilimento e il nome dell’autorità competente che ha rilasciato l’autorizzazione ai sensi dell’articolo 28 del Securitisation Regulation.

In base a tale disposizione, il Terzo Verificatore, che non è né un’impresa regolamentata né un’agenzia di *rating* del credito, deve rispettare una serie di requisiti per ottenere l’autorizzazione, sia a livello di *governance* interna che di attività svolta, al fine di assicurare che la verifica della conformità ai criteri STS non sia inficiata da conflitti di interesse o rapporti d’affari esistenti o potenziali e che lo svolgimento delle altre attività da parte del terzo non comprometta l’indipendenza o l’integrità della sua valutazione.

A partire dall’entrata in vigore del Securitisation Regulation nel gennaio 2019, il mercato europeo delle cartolarizzazioni ha assistito alla comparsa di operatori privati che svolgono il servizio di Terzo Verificatore sia per le cartolarizzazioni non-ABCP che per le cartolarizzazioni ed i programmi ABCP.

Tali soggetti Terzi Verificatori operano solitamente a supporto dell’ente cedente e dell’eventuale *arranger* sia nella fase di strutturazione dell’operazione di cartolarizzazione e di selezione del perimetro del portafoglio di crediti oggetto di cartolarizzazione, sia nella predisposizione della documentazione legale (ivi inclusa la notifica STS), al fine di assicurare la conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS previsti dal Securitisation Regulation. L’analisi relativa alla conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS viene usualmente valutata mediante la predisposizione di una *checklist* attraverso la quale il Terzo Verificatore fornisce evidenza al cedente ed all’eventuale *arranger* delle modalità con cui i requisiti STS sono stati soddisfatti, anticipando quindi il contenuto della notifica STS.

Sebbene il mercato delle cartolarizzazioni STS abbia finora evidenziato un ricorso frequente al controllo dei soggetti terzi qualificatori, a partire dal gennaio 2019 sono state notificate all’ESMA diverse operazioni di cartolarizzazione conformi ai requisiti STS che non hanno visto il coinvolgimento di tale soggetto.



Il mancato coinvolgimento di un Terzo Verificatore comporta, *inter alia*, l'assenza di un controllo esterno alla conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS. In tali casi, dovranno essere quindi l'ente cedente, il promotore (ove presente) e l'eventuale *arranger* – insieme ai rispettivi consulenti legali – a valutare la conformità dell'operazione di cartolarizzazione ai requisiti STS. In proposito, ricordando che pur in presenza di un Terzo Verificatore la responsabilità regolamentare per la conformità dell'operazione ai requisiti STS resta in capo all'ente cedente ed al promotore – ove presente - ci si aspetta che i cedenti più sofisticati e strutturati possano optare con maggiore consapevolezza e confidenza per un'eventuale autovalutazione dei requisiti STS (in collaborazione con gli altri *advisor* dell'operazione).

#### **4. La normativa attuativa – stato attuale della regolamentazione di secondo livello relativa alle cartolarizzazioni STS, con particolare focus sulle cartolarizzazioni STS sintetiche (sia con riferimento ai requisiti a livello di Securitisation Regulation, sia in relazione ai vantaggi in termini di requisiti prudenziali)**

La cartolarizzazione STS e, più in generale la cartolarizzazione, è di recente tornata all'attenzione del legislatore comunitario per il ruolo che questo strumento può svolgere nel rafforzare la capacità degli enti creditizi di sostenere la ripresa economica anche post COVID-19.

Una volta passato lo shock immediato della crisi legata all'epidemia COVID-19 ed utilizzate appieno le risorse a tale fine stanziata in fase d'emergenza, sarà comunque essenziale garantire che le banche continuino a sostenere l'economia reale tramite erogazione di prestiti alle imprese. A tal fine è opinione diffusa l'importanza di ottimizzare gli strumenti di carattere regolamentare che consentono alle banche di mantenere, o addirittura rafforzare la dotazione patrimoniale, permettendo a quest'ultime di massimizzare l'erogazione di finanziamenti in ogni forma (ed in particolare destinati alle PMI).

A tale riguardo, le cartolarizzazioni possono svolgere un ruolo determinante in quanto, trasformando i prestiti in titoli negoziabili, potrebbero liberare capitali bancari per l'erogazione di ulteriori prestiti e consentire a una gamma più ampia di investitori di finanziare la ripresa economica.

In proposito, se da un lato la normativa e la regolamentazione di secondo livello relativa alle cartolarizzazioni tradizionali sono in fase avanzata di implementazione<sup>5</sup>, con

---

<sup>5</sup> In data 3 settembre 2020 sono stati pubblicati nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea i seguenti regolamenti delegati e regolamenti di esecuzione la cui adozione è prevista dal Regolamento 2402:

- (i) Regolamento delegato (UE) 2020/1224 della Commissione del 16 ottobre 2019, che integra il Regolamento 2017/2402 per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le informazioni e i dati sulle cartolarizzazioni che devono essere messi a disposizione dal cedente, dal promotore e dalla SSPE;
- (ii) Regolamento di esecuzione (UE) 2020/1225 della Commissione del 29 ottobre 2019, che stabilisce le norme tecniche di attuazione per quanto riguarda il formato e i moduli standardizzati per la messa

riferimento alle cartolarizzazioni sintetiche, la stessa Commissione europea ha rilevato che il potenziale del quadro regolamentare attuale non viene pienamente sfruttato in quanto non contempla le cartolarizzazioni sintetiche, definite dal Regolamento 2402 come le cartolarizzazioni nelle quali il trasferimento del rischio è realizzato mediante l'utilizzo di derivati su crediti o di garanzie personali e le esposizioni oggetto della cartolarizzazione restano esposizioni del cedente.

Nel mese di luglio 2020, la Commissione europea ha quindi presentato una proposta di regolamento di modifica del Regolamento 2402<sup>6</sup> che prevede un trattamento più sensibile al rischio per la cartolarizzazione sintetica STS, in linea con le raccomandazioni dell'EBA<sup>7</sup>.

---

a disposizione delle informazioni e dei dati sulle cartolarizzazioni da parte del cedente, del promotore e della SSPE;

- (iii) Regolamento delegato (UE) 2020/1226 della Commissione del 12 novembre 2019, che integra il Regolamento 2017/2402 e che stabilisce norme tecniche di regolamentazione per specificare le informazioni da fornire conformemente ai requisiti di notifica STS;
- (iv) Regolamento di esecuzione (UE) 2020/1227 della Commissione del 12 novembre 2019, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda i moduli per fornire le informazioni conformemente ai requisiti di notifica STS;
- (v) Regolamento di esecuzione (UE) 2020/1228 della Commissione del 29 novembre 2019, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda il formato delle domande di registrazione come repertorio di dati sulle cartolarizzazioni o di estensione della registrazione come repertorio di dati sulle negoziazioni a norma del Regolamento 2017/2402;
- (vi) Regolamento delegato (UE) 2020/1229 della Commissione del 29 novembre 2019, che integra il Regolamento 2017/2402 per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sugli standard operativi dei repertori di dati sulle cartolarizzazioni per la raccolta, l'aggregazione, la comparazione, la verifica della completezza e della coerenza dei dati e l'accesso ad essi;
- (vii) Regolamento delegato (UE) 2020/1230 della Commissione del 29 novembre 2019, che integra il Regolamento 2017/2402 per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli della domanda di registrazione dei repertori di dati sulle cartolarizzazioni e i dettagli della domanda semplificata di estensione della registrazione dei repertori di dati sulle negoziazioni.

<sup>6</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2017/2402 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate per sostenere la ripresa dalla pandemia di COVID-19 (COM(2020) 282 final).

<sup>7</sup> Per completezza, si evidenzia che la proposta di Regolamento della Commissione (COM(2020) 282 final) prevede le seguenti ulteriori modifiche: (i) la modifica del trattamento delle cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate, prevedendo un metodo basato su un fattore di ponderazione del rischio forfettario del 100 % applicabile al segmento di rango più elevato delle cartolarizzazioni tradizionali di esposizioni deteriorate e sull'applicazione di una soglia minima del 100 % ai fattori di ponderazione del rischio di qualsiasi altro segmento di cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate, siano esse tradizionali o sintetiche nel bilancio, che restano soggette al quadro generale per il calcolo delle esposizioni ponderate per il rischio; e (ii) la modifica dell'articolo 249, paragrafo 3, del CRR che introduce un ulteriore criterio di ammissibilità per il riconoscimento della protezione del credito di tipo personale per gli enti che applicano il metodo standardizzato per il calcolo dei requisiti patrimoniali per le esposizioni verso cartolarizzazioni, al fine di migliorare l'efficacia dei sistemi nazionali di garanzia pubblica che assistono le strategie degli enti di cartolarizzazione delle esposizioni deteriorate in seguito alla pandemia di COVID-19.

La proposta di regolamento si basa sul *Report on STS framework for synthetic securitisation* pubblicato dall'EBA il 6 maggio 2020, che a seguito di un'analisi approfondita degli sviluppi e delle tendenze di mercato delle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio nell'UE, compresi i dati sugli inadempimenti storici e sulle perdite delle operazioni sintetiche, raccomanda quanto segue:

- istituire un quadro intersettoriale dell'UE per la cartolarizzazione STS, limitato alla cartolarizzazione sintetica e basato su un insieme comune di criteri di ammissibilità;
- stabilire che, per poter essere definite "STS", le cartolarizzazioni sintetiche debbano soddisfare i criteri di semplicità, standardizzazione e trasparenza proposti;
- valutare i rischi e i vantaggi relativi all'introduzione di un trattamento prudenziale mirato differenziato per le esposizioni verso cartolarizzazioni STS, che consenta di attenuare i principali fattori di strutturazione dei rischi, come i rischi di agenzia e di modello, nello stesso modo delle cartolarizzazioni tradizionali.

Nella proposta di regolamento, in linea con le raccomandazioni sopra richiamate, la Commissione definisce i criteri applicabili alle cartolarizzazioni STS sintetiche. Come per le cartolarizzazioni STS tradizionali, l'etichetta STS non va interpretata nel senso che la cartolarizzazione non comporta rischi, ma indica piuttosto che il prodotto rispetta una serie di criteri e che un venditore e un'acquirente della protezione diligenti, come pure un'autorità nazionale competente, potranno analizzare il rischio insito nell'operazione.

I criteri proposti sono allineati per quanto possibile a quelli delle cartolarizzazioni tradizionali STS, ma tengono conto anche delle specificità del prodotto sintetico e dei diversi obiettivi delle cartolarizzazioni sintetiche, cercando quindi di tutelare cedenti e investitori (dato che nell'operazione il cedente è anche un investitore, che conserva il segmento con il rango più elevato).

Tra i requisiti specifici per le cartolarizzazioni sintetiche, ci sono i requisiti che attenuano il rischio di credito della controparte intrinsecamente implicito di tali strutture sintetiche, compresi i requisiti relativi ai contratti di protezione ammissibili, alle controparti e alle garanzie collaterali, i requisiti relativi a varie caratteristiche strutturali dell'operazione di cartolarizzazione e i requisiti che garantiscono che il quadro si applichi solo alla cartolarizzazione STS<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> I requisiti di semplicità, standardizzazione e trasparenza delle cartolarizzazioni STS sintetiche sono indicati nei nuovi articoli 26 *ter*, 26 *quater*, 26 *quinquies* della proposta di regolamento mentre il nuovo articolo 26 *sexies* indica i requisiti concernenti l'accordo sulla protezione del credito, l'agente terzo verificatore e il margine positivo sintetico. Tra i requisiti previsti dalle richiamate disposizioni, si segnalano, in particolare, i seguenti:

- il cedente è tenuto ad evitare la doppia copertura del rischio di credito delle esposizioni sottostanti l'operazione (articolo 26 *ter*, par. 4);
- i debitori al momento dell'inclusione delle esposizioni nell'operazione devono aver effettuato almeno un pagamento, tranne nel caso in cui (a) la cartolarizzazione è una cartolarizzazione rotativa o (b)

Quanto al trattamento prudenziale, ai sensi del nuovo articolo 270 del CRR, le posizioni verso una cartolarizzazione sintetica possono essere considerate posizioni verso una cartolarizzazione STS, e beneficiare così del trattamento prudenziale di favore, qualora ricorrano le seguenti condizioni: (i) deve trattarsi di posizioni *senior*; (ii) il 70 % delle esposizioni cartolarizzate deve essere costituito da esposizioni verso le PMI; (iii) il rischio di credito non detenuto dall'ente cedente deve essere trasferito mediante una garanzia o controgaranzia che soddisfa determinate condizioni; (iv) i terzi a cui il rischio di credito è trasferito sono (a) il governo o la banca centrale di uno Stato membro, una banca di sviluppo multilaterale, un'organizzazione internazionale o un soggetto di promozione, purché alle esposizioni verso il garante o il controgarante possa essere applicato un fattore di ponderazione del rischio dello 0% conformemente al capo 2 del CRR; (b) un investitore istituzionale, purché la garanzia o la controgaranzia sia pienamente garantita da depositi in contante presso l'ente cedente.

---

l'esposizione rappresenta il rifinanziamento di un'esposizione già inclusa nell'operazione (articolo 26 *ter*, par. 12);

- (iii) a seguito del verificarsi di un evento che determina l'esecuzione dell'accordo sulla protezione del credito, l'investitore è autorizzato a prendere misure di esecuzione, a risolvere l'accordo o a procedere a entrambi. Nel caso di cartolarizzazione che utilizza una SSPE, quando viene emesso un avviso di esecuzione o di risoluzione dell'accordo sulla protezione del credito, presso la SSPE è mantenuto solo l'importo di contante necessario per garantire il funzionamento operativo della SSPE, il versamento dei pagamenti per la protezione delle esposizioni sottostanti in stato di *default* ancora in fase di rinegoziazione al momento della risoluzione o il rimborso ordinato degli investitori secondo i termini contrattuali della cartolarizzazione (articolo 26 *quater*, par. 4);
- (iv) le perdite sono ripartite tra i detentori di posizioni verso la cartolarizzazione secondo il rango del segmento, iniziando dal segmento più *junior*. Per determinare l'importo dei segmenti a ogni data di pagamento, è applicato l'ammortamento sequenziale a tutti i segmenti a partire dal segmento con il rango più *senior*. Le operazioni che presentano un ammortamento non sequenziale prevedono fattori di attivazione basati sulla *performance* delle esposizioni sottostanti che cambiano l'ammortamento in sequenziale secondo l'ordine del rango (articolo 26 *quater*, par. 5);
- (v) il cedente è tenuto a mantenere un registro di riferimento aggiornato per identificare le esposizioni sottostanti in qualsiasi momento, i debitori di riferimento, le obbligazioni di riferimento da cui derivano le esposizioni sottostanti e, per ogni esposizione sottostante, l'importo nozionale protetto e che è in essere (articolo 26 *quater*, par. 9);
- (vi) l'accordo sulla protezione del credito deve contemplare i seguenti eventi creditizi: (a) il mancato pagamento da parte del debitore sottostante, compreso il *default*; (b) il fallimento del debitore sottostante; (c) per gli accordi sulla protezione del credito diversi dalla garanzia finanziaria, la ristrutturazione dell'esposizione sottostante (articolo 26 *sexies*, par. 1);
- (vii) prima della data di conclusione dell'operazione il cedente nomina un terzo verificatore, che per ciascuna delle esposizioni sottostanti per le quali è stato emesso un avviso di evento creditizio deve verificare gli aspetti di cui alle lettere da a) a f) dell'articolo 26 *sexies*, par. 4. Il terzo verificatore è indipendente dal cedente e dagli investitori e, ove applicabile, dalla SSPE e deve aver accettato la nomina come agente terzo verificatore entro la data di conclusione dell'operazione. Il terzo verificatore può effettuare la verifica sulla base di un campione anziché per ogni singola esposizione sottostante, ma gli investitori possono chiedere la verifica dell'ammissibilità di qualsiasi esposizione sottostante se non sono soddisfatti della verifica a campione (articolo 26 *sexies*, par.4).

Sulla base delle raccomandazioni dell'EBA, la proposta di regolamento prevede di introdurre un trattamento preferenziale mirato e limitato per le esposizioni verso cartolarizzazioni sintetiche STS che si concentra sul segmento *senior*, estendendo il trattamento previsto all'articolo 270 del CRR ad una gamma più ampia di attività sottostanti.

## **5. Conclusione – il mercato italiano delle cartolarizzazioni STS 18 mesi dopo la prima cartolarizzazione STS e riflessioni sul futuro andamento di tale mercato**

Sono trascorsi poco meno di due anni dall'entrata in vigore del *Securitisations Framework* e, sebbene il processo di adozione della relativa normativa attuativa non si sia ancora concluso, il mercato delle cartolarizzazioni europeo ha accolto con favore il quadro normativo di riferimento per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Alla data odierna, l'elenco delle cartolarizzazioni conformi ai requisiti STS disponibile sul sito web dedicato tenuto dall'ESMA conta circa 350 cartolarizzazioni sia "pubbliche" che "private" che sono state notificate dal cedente e dal promotore (ove presente) come conformi ai requisiti stabiliti agli articoli da 19 a 22 ovvero agli articoli da 23 a 26 del *Securitisations Regulation*.

Con riferimento al mercato italiano delle cartolarizzazioni STS, l'elenco riporta che a partire dal maggio 2019 (mese nel quale è stata registrata la prima cartolarizzazione STS realizzata da un ente cedente stabilito in Italia) le cartolarizzazioni STS "pubbliche" realizzate in Italia sono poco più di 20.<sup>9</sup> Tra queste, la maggior parte ha previsto il coinvolgimento di un Terzo Verificatore al fine di esternalizzare la valutazione della conformità della cartolarizzazione ai requisiti STS.

Il mercato delle cartolarizzazioni italiano, in linea con altri paesi dell'Unione Europea, ha mostrato particolare interesse verso questa nuova tipologia di cartolarizzazioni e verso i benefici in termini di requisiti prudenziali che la CRR riconosce ai titoli *asset-backed* emessi nell'ambito di tali operazioni di cartolarizzazione.

Sulla base di quanto precede, a seguito dell'entrata in vigore della maggior parte della normativa applicativa prevista dal *Securitisations Regulation* per le cartolarizzazioni STS ed in vista del completamento del relativo *regulatory framework* che, come riportato in precedenza, vedrà auspicabilmente nei prossimi mesi un deciso sviluppo verso le cartolarizzazioni STS cd. sintetiche, appare ragionevole ipotizzare che le cartolarizzazioni "*semplici, trasparenti e standardizzate*" rappresenteranno nel futuro una soluzione frequente per i cedenti che intendono realizzare operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto attivi *performing*.

---

<sup>9</sup> L'informazione relativa al paese di origine dell'ente cedente non è disponibile per le operazioni di cartolarizzazione "private" per le quali è stata pubblicata una notifica in forma anonima, che rappresentano circa la metà delle operazioni riportate sul sito web dell'ESMA.

Inoltre, considerato il trattamento privilegiato in termini di requisiti prudenziali che il Regolamento 2401 riconosce ai titoli *asset-backed* emessi nell'ambito di tali cartolarizzazioni, è ragionevole ritenere probabile un incremento delle cartolarizzazioni designate come STS anche nel mercato delle cosiddette cartolarizzazioni *retained* o auto-cartolarizzazioni (i.e. le cartolarizzazioni nell'ambito delle quali il cedente sottoscrive la totalità dei titoli *asset-backed* emessi dalla SSPE), anche alla luce di una possibile riforma della normativa della Banca Centrale Europea relativa alle operazioni di finanziamento nell'ambito dell'Eurosistema inerente ai criteri di idoneità per i titoli *asset-backed* posti a garanzia di tali operazioni.