



Bruxelles, 10.10.2022
COM(2022) 517 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL
CONSIGLIO**

sul funzionamento del regolamento sulle cartolarizzazioni

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

sul funzionamento del regolamento sulle cartolarizzazioni

Indice

1. Introduzione	2
2. Sviluppi del mercato	4
3. Gli effetti del regolamento	5
4. Mantenimento del rischio.....	8
5. Due diligence e trasparenza	9
6. Cartolarizzazioni private	11
6.1 Aumento sproporzionato del numero di cartolarizzazioni private	11
6.2 Adeguatezza delle informazioni sulle cartolarizzazioni private per gli investitori e le autorità di vigilanza.....	12
6.3 Definizione di cartolarizzazione privata	13
7. Equivalenza STS.....	14
8. Cartolarizzazioni sostenibili.....	15
9. Verifica dei criteri STS da parte di terzi	18
10. Società veicolo per la cartolarizzazione (SSPE)	19
11. Ambito di applicazione giurisdizionale	19
11.1 Obblighi per i venditori.....	20
11.2 Obblighi per gli acquirenti – disponibilità dell’informativa.....	22
11.3 Obblighi per gli acquirenti – investitori GEFIA	23
12. Vigilanza delle cartolarizzazioni.....	25
13. Trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni	26
14. Conclusione.....	27

1. Introduzione

La cartolarizzazione è il processo di trasformazione dei prestiti non fungibili, o dei flussi di cassa che ne derivano, in titoli negoziabili. Questo strumento apporta pertanto un contributo significativo al buon funzionamento di un sistema finanziario che finanzia in modo efficiente l'economia reale, in quanto libera capacità nei bilanci delle banche, il che consente loro di concedere nuovi crediti alle imprese, comprese le piccole e medie imprese. La cartolarizzazione funge da importante strumento per la gestione del capitale, della liquidità e del rischio delle banche; rende inoltre accessibili agli investitori nuove classi di attività, offrendo in tal modo opportunità di investimento diversificate per gli investitori a lungo termine.

Tuttavia, a distanza di 15 anni dalla grande crisi finanziaria, la cartolarizzazione risente ancora della stigmatizzazione venutasi a creare in quel periodo, che la fa apparire come uno strumento complesso di ingegneria finanziaria. È risaputo che la scarsa regolamentazione della cartolarizzazione ha contribuito in modo significativo alla crisi dei mutui subprime che dal mercato statunitense si è rapidamente diffusa in tutto il sistema finanziario mondiale, con conseguenze di vasta portata per i contribuenti e le imprese dell'UE e del resto del mondo.

Sebbene i mercati europei delle cartolarizzazioni non abbiano registrato problemi analoghi a quelli dei mercati statunitensi¹, le emissioni e gli investimenti nei mercati dell'UE hanno comunque subito una riduzione drastica. Sulla scia della grande crisi finanziaria, le banche centrali² e molti portatori di interessi hanno convenuto sulla necessità di rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni dell'UE. La Commissione europea ha pertanto assunto l'impegno di rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni nell'UE in modo sicuro e sostenibile. Nel piano di investimenti per l'Europa del 2014 la Commissione ha individuato nella creazione di un mercato fiorente delle cartolarizzazioni di qualità uno dei cinque ambiti in cui era necessaria un'azione immediata e ha inserito tale azione nell'elenco degli elementi fondanti per un'Unione dei mercati dei capitali³.

Dando seguito a tali impegni politici, nel 2015 la Commissione ha proposto un quadro giuridico completo comprendente un nuovo regolamento sulle cartolarizzazioni e modifiche mirate del trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni.

I negoziati tra i colegislatori, vale a dire il Parlamento europeo e il Consiglio, si sono conclusi nel 2017. Il regolamento (UE) 2017/2402⁴ ("regolamento sulle cartolarizzazioni") e il regolamento (UE) 2017/2401 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento sono entrati in applicazione il 1° gennaio 2019.

¹ Cfr. documento di lavoro dei servizi della Commissione, *Valutazione d'impatto che accompagna il documento di proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici e trasparenti 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 e di 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 e le imprese di investimento* (SWD(2015) 185 final del 30.9.2015) (non disponibile in IT).

² *L'opportunità di migliorare il funzionamento del mercato delle cartolarizzazioni nell'Unione europea: un documento di riflessione*, Banca d'Inghilterra e Banca centrale europea, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.en.pdf (non disponibile in IT).

³ *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali* (COM(2015) 468 final del 20.9.2015), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

⁴ 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.

Il regolamento sulle cartolarizzazioni si basa su una serie di disposizioni già in vigore che erano state parzialmente modificate in risposta alla crisi. Tali disposizioni erano tuttavia disseminate in numerosi atti giuridici settoriali che si applicavano a diversi soggetti del mercato, tra cui: i) il regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) per le banche⁵; ii) la direttiva Solvibilità II⁶ per gli assicuratori; e iii) le direttive sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)⁷ e sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA⁸) per i gestori di patrimoni. Il regolamento sulle cartolarizzazioni instaura un quadro giuridico unico e armonizzato per le principali parti che intervengono in un'operazione di cartolarizzazione. Si tratta di prestatori originari, cedenti, promotori, società veicolo per la cartolarizzazione e investitori istituzionali che partecipano al mercato delle cartolarizzazioni dell'UE. Il regolamento sulle cartolarizzazioni instaura inoltre un quadro specifico per cartolarizzazioni di vendita effettiva semplici, trasparenti e standardizzate (STS)⁹ volto a migliorare la trasparenza e ridurre la complessità del mercato.

L'importanza di un mercato delle cartolarizzazioni ben funzionante per garantire crediti sufficienti all'economia reale è stata nuovamente sottolineata dal pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali¹⁰, il cui obiettivo è contribuire alla ripresa dell'economia dell'UE dalla pandemia di COVID-19. Il pacchetto prevedeva modifiche del regolamento sulle cartolarizzazioni allo scopo di estendere l'ambito di applicazione del regime STS alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio¹¹ e di eliminare taluni ostacoli normativi alla cartolarizzazione delle esposizioni deteriorate. Tali modifiche sono state adottate dal Parlamento europeo e dal Consiglio nel marzo 2021.

Oltre tre anni dopo l'entrata in applicazione del nuovo quadro per le cartolarizzazioni, e come annunciato nel piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020¹², la presente relazione fa il punto sugli sviluppi del mercato e tratta aspetti importanti del quadro giuridico. La presente relazione ottempera al mandato giuridico della Commissione di cui all'articolo 46 del regolamento sulle cartolarizzazioni di presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sul funzionamento del medesimo regolamento corredandola, se del caso, di una proposta legislativa. Ottempera altresì al mandato giuridico di cui all'articolo 45 bis, paragrafo 3, di riferire ai colegislatori, sulla base della relazione dell'Autorità bancaria europea (ABE), in merito alla creazione di un quadro specifico per le cartolarizzazioni sostenibili. La presente relazione affronta anche le questioni sollevate nel parere delle autorità europee di vigilanza (AEV) rivolto alla Commissione europea, del 25 marzo 2021, in merito all'ambito di applicazione giurisdizionale¹³ ("parere del comitato

⁵ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (*GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1*).

⁶ Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2009, in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II) (*GU L 335 del 17.12.2009, pag. 1*).

⁷ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (*GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32*).

⁸ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (*GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1*).

⁹ Una cartolarizzazione di vendita effettiva comporta il trasferimento dell'interesse economico nelle esposizioni oggetto della cartolarizzazione tramite il trasferimento della proprietà di tali esposizioni a una società veicolo.

¹⁰ Cfr. https://ec.europa.eu/info/publications/200722-proposal-capital-markets-recovery_en.

¹¹ A differenza di una cartolarizzazione di vendita effettiva, in una cartolarizzazione sintetica il rischio di credito sottostante associato a un portafoglio di prestiti è trasferito mediante l'utilizzo di derivati su crediti o di garanzie e le esposizioni oggetto della cartolarizzazione rimangono esposizioni del cedente.

¹² Azione 6 del piano di azione: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN>.

¹³ Parere delle AEV rivolto alla Commissione europea in merito all'ambito di applicazione giurisdizionale del regolamento sulle cartolarizzazioni (JC 2021 16),

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_16_-

congiunto"), fornendo interpretazioni giuridiche di talune disposizioni del regolamento sulle cartolarizzazioni. Tiene conto inoltre delle raccomandazioni formulate da un forum di alto livello sull'Unione dei mercati dei capitali istituito dalla Commissione nel 2019¹⁴.

La relazione attinge a una serie di fonti, in particolare l'analisi approfondita effettuata dal sottocomitato per le cartolarizzazioni del comitato congiunto delle AEV, che è stata pubblicata in due documenti: i) la relazione sull'attuazione e sul funzionamento del regolamento sulle cartolarizzazioni¹⁵ (17 maggio 2021, "relazione del comitato congiunto"); e ii) il parere del comitato congiunto. La Commissione ha inoltre effettuato una consultazione pubblica mirata, nell'ambito della quale sono pervenute 56 risposte ("consultazione"), che ha suscitato l'interesse di un'ampia gamma di partecipanti al mercato, sia acquirenti che venditori, nonché delle autorità pubbliche e del mondo accademico. La presente relazione è corredata di un documento di feedback¹⁶ che presenta una sintesi dettagliata delle risposte pervenute.

In linea con i mandati giuridici, la presente relazione è incentrata sugli aspetti del quadro per le cartolarizzazioni che riguardano il regolamento sulle cartolarizzazioni. Le questioni relative al trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni per le banche e le imprese di assicurazione sono attualmente oggetto di una richiesta di parere del comitato congiunto delle AEV¹⁷ e saranno valutate dalla Commissione in seguito alla formulazione del parere richiesto. La presente relazione e le relative conclusioni non pregiudicano in alcun modo la valutazione che la Commissione effettuerà e le eventuali decisioni che la stessa adotterà in merito all'adeguatezza dell'attuale regime prudenziale.

La relazione è incentrata sul funzionamento: i) dell'obbligo di mantenimento del rischio; ii) degli obblighi di due diligence e di trasparenza; iii) della definizione di cartolarizzazioni private e delle norme in materia; iv) dell'opportunità di un regime di equivalenza STS; v) di un regime per la cartolarizzazione sostenibile; vi) della funzione di verifica della conformità STS da parte di terzi; e vii) dell'opportunità di istituire un sistema di banche con autorizzazione limitata per sostituire l'attuale struttura della cartolarizzazione di vendita effettiva basata su società veicolo per la cartolarizzazione (*Securitisations Special Purpose Entity*, SSPE). La relazione esamina inoltre le questioni relative all'ambito di applicazione giurisdizionale del regolamento sulle cartolarizzazioni sollevate nel parere del comitato congiunto e fornisce interpretazioni giuridiche al riguardo. Sulla base della relazione del comitato congiunto, il presente documento valuta lo stato attuale dell'attività di vigilanza e termina con una panoramica dei lavori in corso e futuri sul trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni.

2. Sviluppi del mercato

Attualmente è difficile ottenere una stima affidabile e completa delle dimensioni del mercato delle cartolarizzazioni dell'UE. Sebbene con il tempo i repertori di dati sulle cartolarizzazioni saranno in grado di fornire un resoconto completo delle cartolarizzazioni pubbliche, ad oggi permane un numero

[esas_opinion_on_jurisdictional_scope_of_application_of_the_securitisation_regulation_003.pdf](#) (non disponibile in IT).

¹⁴ Relazione finale del forum di alto livello sull'Unione dei mercati dei capitali, *A new vision for Europe's capital markets* https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en (non disponibile in IT).

¹⁵ Relazione del comitato congiunto sull'attuazione e sul funzionamento del regolamento sulle cartolarizzazioni (JC 2021 31) https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/joint-committee-report-implementation-and-functioning-of-securitisation_en (non disponibile in IT).

¹⁶ https://finance.ec.europa.eu/document/download/4ce4c935-06eb-4a35-a475-3b7224982242_en?filename=2021-eu-securitisation-framework-summary-of-responses_en.pdf

¹⁷ https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About%20Us/Missions%20and%20tasks/Call%20for%20Advice/2021/CfA%20to%20JC%20for%20securitisation%20in%20prudential%20framework%20review/1022482/CfA%20cover%20letter_final.pdf.

elevato di operazioni pregresse attive, ossia effettuate prima del 1° gennaio 2019, che non devono essere segnalate ai repertori. Al 6 aprile 2022 il volume delle cartolarizzazioni segnalate ai repertori di dati sulle cartolarizzazioni si attestava a circa 460 miliardi di EUR, mentre le stime di mercato relative alle dimensioni del mercato delle cartolarizzazioni pubbliche nella zona euro (escluse le obbligazioni di prestito garantite, CLO) alla fine del 2021 erano pari a quasi 750 miliardi di EUR. Inoltre al momento non esistono informazioni ufficiali riguardo alle dimensioni esatte del mercato delle cartolarizzazioni private, dato che tali operazioni sono attualmente segnalate ai repertori di dati sulle cartolarizzazioni solo su base volontaria e le autorità di vigilanza non hanno finora raccolto tali dati in maniera sistematica. Secondo l'esercizio europeo di benchmarking per le cartolarizzazioni private¹⁸, si stima che il mercato complessivo si attesti ad almeno 189 miliardi di EUR di impegni totali. Tale stima comprende tuttavia le operazioni del Regno Unito.

Stando alle stime di mercato, dopo un calo durato diversi anni¹⁹, dall'entrata in applicazione del regolamento sulle cartolarizzazioni nel 2019 il saldo in essere delle operazioni di cartolarizzazione nell'UE si è mantenuto stabile. Il saldo è diminuito dell'11,9 % tra il 2015 e la fine del 2021, presentando una dinamica analoga a quella del mercato britannico, mentre nello stesso periodo il mercato statunitense delle cartolarizzazioni ha registrato una crescita sostanziale²⁰. Il tipo di cartolarizzazione prevalente è costituito da titoli garantiti da mutui ipotecari residenziali, che alla fine del 2021 rappresentavano quasi il 60 % del mercato dell'UE, seguiti da cartolarizzazioni garantite da prestiti alle PMI, crediti al consumo e prestiti per veicoli.

Una fonte alternativa di dati è l'informativa comune per i requisiti patrimoniali consolidati, subconsolidati e individuali (COREP), che comprende le cartolarizzazioni di vendita effettiva, le cartolarizzazioni sintetiche e i commercial paper garantiti da attività detenuti o creati da banche. Questa fonte ha il vantaggio di comprendere le operazioni private, anche se occorre precisare che le operazioni senza banche partecipanti non rientrano nel suo ambito di applicazione. Secondo questa fonte di dati, l'importo in essere delle operazioni è aumentato da 1 080 milioni di EUR nel 2018 a 1 300 milioni di EUR nel 2021, un dato che segna un incremento dell'attività di cartolarizzazione tra le banche in seguito all'entrata in applicazione del regolamento sulle cartolarizzazioni.

3. Gli effetti del regolamento

Contesto e risultanze

Impatto sul funzionamento del mercato delle cartolarizzazioni nell'UE

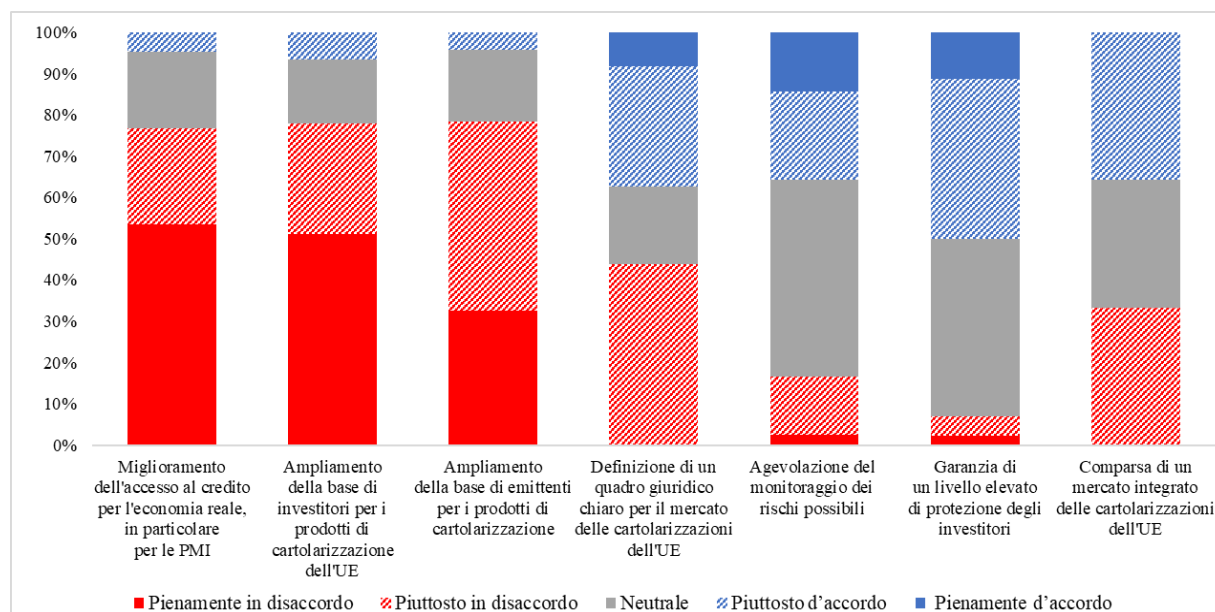
La maggior parte dei partecipanti alla consultazione si è detta generalmente soddisfatta del quadro giuridico esistente. I partecipanti hanno inoltre tenuto conto della durata relativamente breve dell'applicazione del regolamento sulle cartolarizzazioni nonché del fatto che quest'ultima sia avvenuta in concomitanza con fattori esogeni, quali la pandemia di COVID-19 e l'aumento della liquidità attraverso strumenti di politica monetaria, il che rendeva difficile una valutazione completa degli effetti.

¹⁸ Esercizio europeo di benchmarking per le cartolarizzazioni private, 1° dicembre 2021, <https://www.afme.eu/publications/reports/details/European-Benchmarking-Exercise-EBE-for-Private-Securitisations>.

¹⁹ I dati non comprendono le obbligazioni di prestito garantite (CLO). Fonte: relazione sui dati relativi alle cartolarizzazioni dell'Associazione per i mercati finanziari in Europa (AFME) per il quarto trimestre del 2021 e per l'intero esercizio 2021, 15 marzo 2022.

²⁰ Il confronto con il mercato statunitense delle cartolarizzazioni dovrebbe tenere conto della diversa struttura di quest'ultimo, dominata dalle attività di entità parastatali che sono responsabili della stragrande maggioranza delle emissioni di cartolarizzazioni negli Stati Uniti, nonché delle differenze nelle norme contabili e prudenziali.

Figura 1: sintesi delle risposte alla domanda 1: il regolamento sulle cartolarizzazioni è riuscito a conseguire gli obiettivi seguenti?



Secondo i partecipanti, il nuovo quadro giuridico ha avuto la massima efficacia per quanto riguarda l'obiettivo strategico di **garantire un livello elevato di protezione degli investitori** attraverso il mantenimento del rischio e la disponibilità di informazioni. Alcuni partecipanti hanno messo in dubbio la proporzionalità dei costi di conformità. In generale si è riconosciuto che il regolamento ha agevolato un'ulteriore **integrazione**, sebbene il mercato delle cartolarizzazioni dell'UE sia ancora in fase di sviluppo. I partecipanti hanno tuttavia osservato che il mercato rimane frammentato tra gli Stati membri, il che sembra limitare le economie di scala che potrebbero essere realizzate. Nelle risposte è stato anche sottolineato che l'ulteriore integrazione del mercato delle cartolarizzazioni dell'UE dipende da fattori diversi dal regolamento sulle cartolarizzazioni, quali la politica monetaria, l'infrastruttura di vigilanza e i progressi compiuti in merito al più ampio piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali. La maggioranza dei partecipanti ha concordato sul fatto che il regolamento sulle cartolarizzazioni presenta un **quadro giuridico chiaro**, pur sottolineando che alcune parti potrebbero essere migliorate, e ha riconosciuto che il medesimo regolamento ha agevolato il **monitoraggio dei rischi possibili**, anche se non necessariamente per quel che riguarda le cartolarizzazioni private.

La maggioranza dei partecipanti del settore ha ritenuto che la cartolarizzazione non abbia migliorato l'**accesso al credito per l'economia reale**, comprese le PMI. Analogamente, gli operatori del settore che hanno partecipato non hanno assistito a un **ampliamento della base di investitori o emittenti** durante i primi anni di attuazione del regolamento sulle cartolarizzazioni. Al contrario, hanno affermato che il numero di investitori di alcuni settori importanti, come le imprese di assicurazione, è diminuito.

Nel complesso i partecipanti hanno ritenuto che il regolamento sulle cartolarizzazioni non abbia finora apportato benefici tangibili all'economia reale e ai prestiti alle PMI, in particolare a causa del fatto che il volume del mercato non è aumentato in seguito all'introduzione del regolamento sulle cartolarizzazioni, specialmente per i prestiti alle PMI.

Impatto dell'etichetta STS

Alla fine del marzo 2022 erano state notificate all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) 620 cartolarizzazioni STS tradizionali e 19 cartolarizzazioni STS nel bilancio²¹. Nelle cartolarizzazioni STS il tipo più comune di attività sottostanti è costituito dai crediti commerciali, solitamente mediante operazioni di commercial paper garantiti da attività, seguiti da prestiti per veicoli/leasing auto e titoli garantiti da mutui ipotecari residenziali. Secondo la relazione del comitato congiunto, il vantaggio principale che i partecipanti al mercato ravvisano nell'etichetta STS è il trattamento normativo preferenziale a essa collegato. Di conseguenza le banche e le imprese di assicurazione beneficiano di una riduzione del fabbisogno di capitale per le posizioni notificate come STS rispetto alle cartolarizzazioni non STS (cfr. figura 2).

Figura 2: vantaggi e problematiche principali dell'etichetta STS

Vantaggi dell'STS	Punteggio relativo	Problematiche dell'STS	Punteggio relativo
Trattamento patrimoniale	4,2	Complessità dei criteri STS	3,9
Base di investitori più ampia	3,4	Carattere restrittivo dei criteri	3,7
Determinazione dei prezzi	3,3	Sanzioni giuridiche	3,7
Normalizzazione	3,1	Costi di conformità	3,6
Trasparenza	3,0	Insufficiente chiarezza dei criteri	3,5

Fonte: relazione del comitato congiunto

Punteggio relativo da 0 (non pertinente) a 5 (estremamente pertinente)

Valutazione della Commissione

Per quanto riguarda la situazione generale del mercato, la Commissione prende atto dei riscontri del settore che indicano che l'emissione di cartolarizzazioni è ancora modesta. Tuttavia, in assenza di una fonte completa di dati che tenga conto di tutti i segmenti del mercato, non è possibile determinare con certezza la situazione per l'intero mercato. A tale riguardo le autorità di vigilanza sono incoraggiate a compiere ulteriori sforzi per comprendere meglio, in particolare, le dimensioni del mercato delle cartolarizzazioni private. In questa fase non è inoltre chiaro in quale misura gli sviluppi del mercato possano essere attribuiti all'impatto del regime normativo e in quale i fattori esogeni siano stati più decisivi.

Nonostante il contesto macroeconomico relativamente negativo, la Commissione non è venuta a conoscenza né è stata informata di preoccupazioni significative in merito alla qualità creditizia delle cartolarizzazioni dell'UE, il che indica che il mercato delle cartolarizzazioni dell'UE poggia su basi solide.

La Commissione osserva che l'etichetta STS è stata accolta e ampiamente accettata dal mercato. L'etichetta intende aiutare gli investitori a individuare strutture di qualità elevata e contribuisce a superare la stigmatizzazione associata alla cartolarizzazione. La Commissione e le AEV continueranno a monitorare il mercato e a fornire ai relativi partecipanti, se necessario, orientamenti e chiarezza sull'interpretazione dei criteri STS, al fine di aiutarli a orientarsi nel quadro giuridico.

La Commissione, secondo cui il regolamento sulle cartolarizzazioni appare nel complesso idoneo allo scopo, non ravvisa la necessità di apportare importanti modifiche legislative in questa fase. Ciò premesso, la Commissione prende atto delle preoccupazioni espresse dai portatori di interessi e riconosce che vi è margine per perfezionare alcuni aspetti (cfr. sezioni 5 e 6).

²¹ Le prime cartolarizzazioni STS nel bilancio sono state notificate all'ESMA il 22 giugno 2021.

4. Mantenimento del rischio

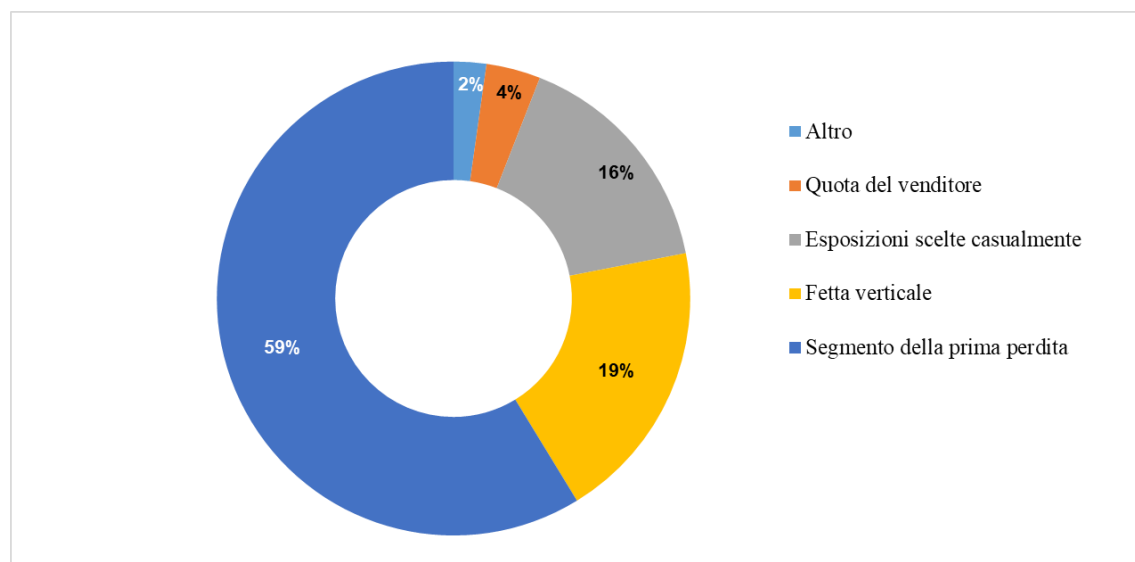
Contesto e risultanze

Al fine di evitare un disallineamento degli incentivi tra gli emittenti e gli acquirenti di una cartolarizzazione, l'articolo 6 del regolamento sulle cartolarizzazioni impone ai cedenti, ai promotori o ai prestatori originari (e ai gestori, in caso di cartolarizzazione di esposizioni deteriorate) di mantenere almeno il 5 % dell'interesse economico netto nella cartolarizzazione per l'intera durata dell'operazione. Oltre a tale obbligo diretto, vi è anche una verifica indiretta dell'obbligo di mantenimento del rischio per cui gli investitori istituzionali sono autorizzati a detenere posizioni verso la cartolarizzazione solo se viene mantenuto un interesse economico netto rilevante pari ad almeno il 5 %.

Secondo le informazioni del repertorio di dati sulle cartolarizzazioni European Data Warehouse²², il metodo di mantenimento più comune tra le cartolarizzazioni pubbliche a lungo termine è stato quello della "prima perdita" (*first loss*), in base al quale il soggetto mantiene la prima perdita sui crediti per un massimo di almeno il 5 % del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate (cfr. figura 3).

Figura 3: uso dei metodi di mantenimento nelle cartolarizzazioni pubbliche a termine, % del totale

Fonte: European Data Warehouse



Poiché per le cartolarizzazioni private non sussiste l'obbligo di segnalazione ai repertori di dati sulle cartolarizzazioni, è più difficile ottenere dati sistematici sui metodi di mantenimento del rischio nelle operazioni private. In base ai dati dell'informativa comune COREP relativi alle banche che intervengono in operazioni di cartolarizzazione, il metodo di mantenimento più comune tra le operazioni sintetiche volte al riconoscimento di trasferimenti significativi del rischio per liberare capitale (che di norma sono operazioni private) è quello della "fetta verticale" (*vertical slice*), nel quale il cedente, il promotore o il prestatore originario mantiene almeno il 5 % di ciascun segmento venduto o trasferito agli investitori. Nel periodo 2020-2021 tale metodo di mantenimento è stato utilizzato per l'80 % delle operazioni sintetiche con trasferimenti significativi del rischio.

²² Lo European Data Warehouse (EDW) è uno dei due repertori di dati sulle cartolarizzazioni finora autorizzati. I repertori di dati sulle cartolarizzazioni hanno il compito di raccogliere in modo centralizzato i dati sulle cartolarizzazioni nell'UE e di fornire tali dati agli investitori e alle autorità di vigilanza.

La relazione del comitato congiunto non ha rilevato carenze nelle modalità di applicazione del quadro di mantenimento del rischio. Tuttavia le norme tecniche di regolamentazione prescritte dall'articolo 6, paragrafo 7, del regolamento sulle cartolarizzazioni, che stabilisce i dettagli delle procedure di mantenimento del rischio, non sono ancora state adottate dalla Commissione. Ciò potrebbe aver determinato qualche incertezza giuridica per i partecipanti al mercato²³. Le operazioni convenzionali (*plain vanilla*) sembrano non essere state interessate da questa mancanza di disposizioni dettagliate, in quanto gli obblighi di mantenimento del rischio sono in gran parte ripresi dalle disposizioni già esistenti del regolamento sui requisiti patrimoniali e gli enti creditizi in particolare ne sono a conoscenza.

Valutazione della Commissione

Dai dati emerge che il mercato utilizza tutti i metodi di mantenimento disponibili. Non vi sono prove dell'inadeguatezza dei vari metodi di mantenimento del rischio consentiti dal regolamento sulle cartolarizzazioni. La Commissione non ritiene pertanto necessaria una revisione degli obblighi di mantenimento del rischio, ma invita l'ABE a continuare a monitorarne l'applicazione. In futuro potrebbe essere opportuno esaminare più dettagliatamente i motivi per cui e le circostanze nelle quali i partecipanti al mercato privilegiano un metodo di mantenimento rispetto a un altro, nonché l'efficacia di ciascun metodo di mantenimento nel mantenere una quota dell'operazione.

5. Due diligence e trasparenza

Contesto e risultanze

Il regolamento sulle cartolarizzazioni impone agli investitori istituzionali di esercitare un'accurata due diligence prima di detenere una posizione verso la cartolarizzazione. Un'analisi prudente e diligente dei rischi insiti in una cartolarizzazione dipende fundamentalmente dall'accesso alle informazioni. Per agevolare la due diligence degli investitori e sostenere le autorità competenti nella vigilanza, l'articolo 7 impone ai cedenti, ai promotori e alle SSPE di mettere a disposizione tutta la documentazione pertinente che descrive le caratteristiche della cartolarizzazione, nonché di comunicare periodicamente tutti i dati effettivamente significativi sulla qualità creditizia e sulle performance delle esposizioni sottostanti. Le informazioni sono trasmesse ai repertori di dati sulle cartolarizzazioni tramite moduli standardizzati. Una parte degli obblighi di due diligence degli investitori consiste nel verificare che la cartolarizzazione sia conforme agli obblighi di trasparenza previsti dal regolamento sulle cartolarizzazioni.

Nell'ambito della consultazione è stato chiesto di fornire riscontri sulla proporzionalità degli obblighi di informativa e di due diligence, sulle procedure di due diligence degli investitori e sull'utilità dei moduli per la comunicazione dei dati. La maggior parte dei partecipanti, in particolare quelli che rappresentano il settore, non ha ritenuto proporzionati gli obblighi di due diligence e di trasparenza. Tali portatori di interessi hanno ritenuto le disposizioni troppo prescrittive e rigorose, soprattutto rispetto al quadro applicabile a strumenti analoghi, come le obbligazioni garantite. I partecipanti hanno inoltre indicato che le disposizioni non tengono pienamente conto delle specificità di un'operazione, in particolare del suo carattere pubblico o privato (cfr. anche la sezione 6 sulle cartolarizzazioni private). I partecipanti del settore hanno riscontrato una mancanza di proporzionalità anche nell'applicazione delle norme in materia di trasparenza alle cartolarizzazioni di paesi terzi. Ciò crea incertezza quanto alla capacità degli investitori di rispettare i propri obblighi di due diligence quando investono in tali operazioni (cfr. sezione 11). Coloro che hanno ritenuto proporzionato

²³ L'ABE ha recentemente adottato una versione aggiornata delle suddette norme tecniche a seguito delle modifiche delle disposizioni in materia di mantenimento del rischio apportate con il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali. La relazione finale è stata presentata alla Commissione il 12 aprile 2022.

l'attuale regime hanno posto l'accento sul beneficio di informative standardizzate che aiutino gli investitori ad analizzare le caratteristiche di un'operazione di cartolarizzazione complessa.

La maggior parte dei partecipanti ha convenuto che le informazioni fornite a norma dell'articolo 7 del regolamento sulle cartolarizzazioni sono adeguate per soddisfare le esigenze di due diligence degli investitori. Alcuni portatori di interessi hanno sostenuto che tali informazioni sono in realtà eccessive e che potrebbero non essere utilizzate dagli investitori, i quali potrebbero piuttosto fare affidamento sulle disposizioni in materia di due diligence vigenti prima dell'entrata in vigore del regolamento sulle cartolarizzazioni. Diversi partecipanti hanno individuato i campi dei moduli da loro considerati problematici per vari motivi, ad esempio quelli in cui sono chieste informazioni analoghe o quelli per cui vi è scarsa chiarezza sull'utilità di alcune delle informazioni richieste. Per quanto riguarda l'incidenza dell'informativa sui singoli prestiti, la maggior parte dei portatori di interessi ha ritenuta tale informativa generalmente utile per tutte le classi di attività, salvo che il portafoglio sia composto da un numero elevato di esposizioni, nel qual caso l'incidenza di una singola esposizione sulle performance del portafoglio cartolarizzato è modesta.

La maggior parte dei portatori di interessi ha ritenuto pertanto che il regime di informativa possa essere semplificato senza compromettere l'obiettivo dei legislatori di proteggere gli investitori istituzionali e di agevolare la vigilanza. Dalla maggior parte delle risposte, anche quelle di varie autorità pubbliche, emerge che gli obblighi di trasparenza dovrebbero essere meglio allineati alle esigenze degli investitori, in particolare per le cartolarizzazioni private.

La relazione del comitato congiunto ha anche esaminato l'impatto degli obblighi di due diligence e di trasparenza. Per quanto riguarda la due diligence, la relazione non ha ravvisato la necessità di modifiche a livello giuridico e ha raccomandato chiarimenti sull'ambito di applicazione giurisdizionale delle disposizioni (cfr. sezione 11) nonché maggiori sforzi da parte delle autorità nazionali competenti per rendere più efficace la vigilanza della due diligence. Quanto alle disposizioni in materia di trasparenza, le principali raccomandazioni consistevano nel migliorare la convergenza e il coordinamento nel settore della vigilanza e nel monitorare ulteriormente l'impatto dei moduli d'informativa, in quanto si è ritenuto che in quella fase una valutazione esaustiva del funzionamento dei moduli stessi sarebbe stata prematura.

Valutazione della Commissione

Le disposizioni in materia di trasparenza e di due diligence contenute nel regolamento sulle cartolarizzazioni sono intrinsecamente collegate, in quanto la trasparenza dovrebbe agevolare la due diligence. È dunque opportuno evitare la comunicazione di informazioni che non sono utilizzate dagli investitori, che comporta inutili costi di conformità e produce scarsi benefici.

Sebbene il quadro per la trasparenza sia divenuto pienamente applicabile solo dal giugno 2021 con l'autorizzazione dei primi repertori di dati sulle cartolarizzazioni, i moduli d'informativa sono utilizzati, almeno in alcuni segmenti del mercato, fin dal momento della loro adozione da parte dell'ESMA nel gennaio 2019. La Commissione ritiene pertanto che i moduli siano stati utilizzati per un periodo di tempo sufficiente a far emergere eventuali carenze potenzialmente significative. I riscontri della consultazione evidenziano gli ambiti in cui l'utilità di tali moduli potrebbe effettivamente essere modesta.

La Commissione invita dunque l'ESMA a riesaminare i moduli d'informativa per le esposizioni sottostanti nella cartolarizzazione. L'ESMA dovrebbe in particolare cercare di risolvere eventuali difficoltà tecniche nella compilazione delle informazioni richieste in determinati campi, eliminare i campi eventualmente superflui e allinearli maggiormente alle esigenze degli investitori. Nell'ambito di tali lavori l'ESMA dovrebbe valutare se le informazioni sui singoli prestiti siano utili e proporzionate alle esigenze degli investitori per tutti i tipi di cartolarizzazioni.

6. Cartolarizzazioni private

Le cartolarizzazioni private sono definite come cartolarizzazioni per le quali non deve essere redatto un prospetto conformemente alla direttiva 2003/71/CE. Le cartolarizzazioni private devono soddisfare le stesse prescrizioni normative delle cartolarizzazioni pubbliche, salvo per l'esenzione dall'obbligo di utilizzare il repertorio di dati sulle cartolarizzazioni per la comunicazione delle informazioni prescritte dall'articolo 7 del regolamento sulle cartolarizzazioni.

6.1 Aumento sproporzionato del numero di cartolarizzazioni private

Contesto e risultanze

Le cartolarizzazioni private rappresentano un'importante fonte di finanziamento supplementare per le imprese e servono per lo più nicchie di mercato molto specifiche, ad esempio: i) quando il rapporto diretto tra investitore e cedente è importante; ii) quando l'emittente deve controllare l'accesso a dati commerciali particolarmente sensibili; oppure iii) quando i volumi delle operazioni sono troppo modesti per giustificare il costo dell'emissione pubblica.

Allo stesso tempo, i legislatori temevano che tali operazioni potessero essere utilizzate per eludere gli obblighi di trasparenza previsti per le cartolarizzazioni pubbliche, che sono più onerosi. Essi hanno pertanto chiesto alla Commissione di valutare se vi fosse stato un aumento sproporzionato del numero di tali operazioni e se ciò fosse motivato dalla volontà di eludere gli obblighi di trasparenza delle operazioni pubbliche. In tale contesto, un aumento delle operazioni in questione potrebbe essere "sproporzionato" se si sospetta che le cartolarizzazioni private sostituiscano operazioni che altrimenti sarebbero effettuate in modo pubblico.

La relazione del comitato congiunto ha sottolineato che il numero di cartolarizzazioni private STS è di fatto aumentato notevolmente dal marzo 2019. Nel 2020 le operazioni private hanno rappresentato i tre quarti di tutte le operazioni STS, mentre nel 2019 avevano rappresentato solo un terzo del totale. Secondo le informazioni sulle cartolarizzazioni STS pubblicate sul sito web dell'ESMA, nel 2021 il numero di operazioni private è nuovamente diminuito arrivando a rappresentare meno del 60 % di tutte le cartolarizzazioni STS. I dati sul numero di operazioni non STS e sul loro volume non sono stati tuttavia inseriti nella relazione del comitato congiunto.

I partecipanti alla consultazione che operano nel settore hanno ritenuto che tali dati per le cartolarizzazioni private STS siano fuorvianti e conseguenti al nuovo quadro normativo per i motivi seguenti: in primo luogo, la definizione molto ampia di cartolarizzazione applicata dal regolamento sulle cartolarizzazioni ha classificato come cartolarizzazioni private talune operazioni che in precedenza erano state considerate prestiti bancari; in secondo luogo, la maggior parte delle operazioni private, e in particolare le operazioni di commercial paper garantiti da attività, è stata rinnovata più volte ed è ora visibile in quanto è stata ristrutturata in operazioni STS e figura pertanto nel registro dell'ESMA.

Valutazione della Commissione

La Commissione riconosce che gli adeguamenti al nuovo quadro normativo potrebbero aver contribuito all'aumento del numero di cartolarizzazioni private registrato a partire dalla data di applicazione del nuovo quadro per le cartolarizzazioni. In tale contesto, un periodo di due anni non è considerato sufficiente per stabilire con certezza se vi sia stato o meno un effettivo passaggio dalle operazioni pubbliche a quelle private. La Commissione osserva inoltre che non sono disponibili dati sul numero di operazioni private non STS, né sul volume delle operazioni, il che rende difficile una valutazione approfondita degli sviluppi del mercato delle operazioni private.

Sebbene non sia possibile concludere in via definitiva se vi sia stato un aumento consistente del numero e del volume delle cartolarizzazioni private al quale non è corrisposto proporzionalmente un

aumento delle operazioni pubbliche, la Commissione non è in grado di valutare se tale aumento sia motivato dall'obiettivo di eludere gli obblighi di trasparenza delle operazioni pubbliche. La Commissione invita pertanto il comitato congiunto a continuare a monitorare l'andamento dei volumi delle operazioni pubbliche e private e a tenere traccia del volume delle operazioni non STS e del volume complessivo delle operazioni. Sulla base di questi dati supplementari, la Commissione riesaminerà la questione a tempo debito.

6.2 Adeguatezza delle informazioni sulle cartolarizzazioni private per gli investitori e le autorità di vigilanza

Contesto e risultanze

Attualmente non esiste un modulo specifico per le cartolarizzazioni private, ma i cedenti, i promotori o le SSPE di cartolarizzazioni private sono tenuti a compilare i moduli dettagliati utilizzati anche per le cartolarizzazioni pubbliche, sebbene non sussista l'obbligo di trasmetterli tramite un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni. Alcune autorità nazionali competenti chiedono informazioni di base sulle operazioni private mediante moduli individuali.

Sono emerse opinioni divergenti in merito alla questione se i moduli apportino o meno un valore aggiunto alle cartolarizzazioni private: alcuni operatori del settore partecipanti (indipendentemente dal fatto che agiscano in qualità di investitori o cedenti nel mercato delle cartolarizzazioni) e la maggior parte delle autorità pubbliche hanno constatato l'efficacia dei moduli standardizzati. Altre risposte hanno messo in dubbio l'utilità dei moduli per garantire la trasparenza sulle cartolarizzazioni private, in particolare per le operazioni sintetiche private per cui le informazioni richieste sono molto specifiche.

La maggior parte degli operatori del settore che hanno partecipato alla consultazione ha sostenuto che, nell'ambito del sistema attuale, le autorità di vigilanza e gli investitori dispongono di informazioni adeguate rispettivamente per monitorare gli sviluppi del mercato ed esercitare una due diligence accurata.

Mentre gli operatori del settore hanno ritenuto che gli attuali moduli di cui all'articolo 7 dovrebbero fornire alle autorità di vigilanza informazioni adeguate anche sulle cartolarizzazioni private, i riscontri delle autorità pubbliche su tale questione sono stati divergenti. Due autorità di vigilanza si sono dette tendenzialmente d'accordo, mentre la maggioranza delle autorità di vigilanza ha sostenuto le opinioni espresse nella relazione del comitato congiunto, che ha rilevato la difficoltà delle autorità di vigilanza ad essere adeguatamente informate circa l'esistenza e i parametri delle operazioni.

Valutazione della Commissione

La Commissione concorda con il parere secondo cui i moduli standardizzati contribuiscono a fornire informazioni di qualità sufficientemente elevata e abbastanza facili da trattare per i diversi destinatari. Allo stesso tempo, la Commissione riconosce che, in ragione della natura ad hoc delle cartolarizzazioni private, gli investitori in tali operazioni necessitano di informazioni più specifiche rispetto a quelle che potrebbero fornire i moduli dell'ESMA. La Commissione non dispone di indicazioni che consentano di mettere in discussione l'affermazione degli operatori del settore partecipanti secondo cui la posizione degli investitori in operazioni private, dal punto di vista strutturale, è abbastanza solida da permettere loro di richiedere e ricevere tutte le informazioni di cui necessitano per una due diligence accurata. Tuttavia, sebbene le informazioni trasmesse tramite i moduli dell'ESMA possano essere meno pertinenti per gli investitori rispetto a quanto inizialmente ipotizzato dai colegislatori, le informazioni standardizzate sulle operazioni private esistenti restano indispensabili per consentire alle autorità di vigilanza di ottenere rapidamente una panoramica degli sviluppi del mercato e individuare le operazioni eventualmente da sottoporre a un controllo di vigilanza approfondito. I diversi moduli ad hoc creati a tal fine da varie autorità di vigilanza indicano

che gli attuali moduli dettagliati dell'ESMA potrebbero non essere del tutto adeguati per ottenere facilmente un quadro preciso del mercato delle cartolarizzazioni private.

Alla luce di tali considerazioni, la Commissione invita l'ESMA a elaborare per le operazioni relative a cartolarizzazioni private un modulo specifico che sia adattato in particolare all'esigenza delle autorità di vigilanza di ottenere una panoramica del mercato e delle principali caratteristiche delle operazioni private. È inoltre giuridicamente possibile disporre di moduli diversi per le cartolarizzazioni private e pubbliche, in quanto l'articolo 7, paragrafo 3, del regolamento sulle cartolarizzazioni consente di elaborare moduli "tenendo conto dell'utilità delle informazioni per il detentore della posizione verso la cartolarizzazione". Un modulo specifico per le cartolarizzazioni private dovrebbe semplificare notevolmente gli obblighi di trasparenza per le cartolarizzazioni private. Al tempo stesso, risponderà alla necessità delle autorità di vigilanza di ricevere informazioni sufficienti sulle operazioni private.

Questo nuovo modulo potrebbe sostituire i moduli esistenti per tutte le cartolarizzazioni private e garantirebbe che le autorità di vigilanza ricevano le informazioni di cui hanno bisogno, mentre gli investitori in cartolarizzazioni private potrebbero ottenere tutte le informazioni supplementari di cui necessitano in formati concordati bilateralmente, senza limitazioni dettate dal contenuto dei moduli standardizzati. Sebbene gli emittenti non debbano presentare i moduli per le cartolarizzazioni private a un repertorio di dati, la Commissione ritiene che non vi sia alcun ostacolo all'ottenimento di tali informazioni da parte delle autorità di vigilanza, in quanto l'articolo 7 impone agli emittenti di mettere tali informazioni a disposizione delle autorità di vigilanza. La Commissione ritiene che le autorità di vigilanza debbano far rispettare tale obbligo e utilizzare per le proprie attività le informazioni che figurano nei moduli. Le AEV potrebbero avvalersi dei poteri loro conferiti per garantire che le informazioni siano trasmesse alle autorità di vigilanza secondo modalità che le rendano facilmente utilizzabili.

È possibile che le notifiche trasmesse individualmente da cedenti, promotori o SSPE, anziché tramite repertori di dati sulle cartolarizzazioni, siano notevolmente più difficili da trattare e che siano necessari controlli della qualità dei repertori di dati sulle cartolarizzazioni per ottenere dati di qualità elevata. In tal caso la raccomandazione della relazione di registrare le informazioni sulle operazioni private tramite i repertori di dati sulle cartolarizzazioni, in modo tale da agevolare il lavoro delle autorità di vigilanza, potrebbe rappresentare una soluzione a più lungo termine una volta che la Commissione avrà deciso di presentare una proposta di modifica del regolamento sulle cartolarizzazioni.

6.3 Definizione di cartolarizzazione privata

Contesto e risultanze

Un'ampia maggioranza dei partecipanti alla consultazione si è detta favorevole a una modifica della definizione di cartolarizzazione privata. Un numero notevole di tali partecipanti si è tuttavia espresso a favore di una definizione diversa presupponendo che alcune operazioni etichettate come private potessero essere completamente esentate dagli obblighi di trasparenza. Analogamente, anche la relazione del comitato congiunto invitava a modificare la definizione per renderla più precisa ed esentare completamente dagli obblighi di trasparenza un sottoinsieme di ciò che attualmente costituisce un'operazione privata (ad esempio le operazioni infragruppo senza investitori terzi).

Valutazione della Commissione

La Commissione non ritiene opportuno modificare la definizione di cartolarizzazione privata di cui al regolamento sulle cartolarizzazioni. Sebbene sia possibile renderla più specifica, la definizione attuale è chiara e nel complesso funziona bene. I sostenitori di una nuova definizione riconoscono che potrebbe risultare difficile trovare una definizione migliore di cartolarizzazione privata, ragion per cui

alcuni non propongono una definizione alternativa bensì un processo di discussione aperta da intavolarsi dopo una valutazione d'impatto e una consultazione.

La Commissione osserva che le richieste di formulare una definizione diversa di cartolarizzazione privata sono quasi tutte legate alla preoccupazione che gli obblighi di trasparenza per le operazioni private siano nella pratica eccessivamente prescrittivi e piuttosto inutili per gli investitori e i potenziali investitori. Si ritiene che tali investitori in operazioni private siano in grado di richiedere e ricevere costantemente le informazioni specifiche di cui necessitano dal venditore dell'operazione. Pare pertanto che i portatori di interessi che chiedono una modifica della definizione lo facciano solo al fine di ridurre gli obblighi di trasparenza a cui sono soggette le operazioni private. La Commissione ritiene che tale questione possa essere affrontata esaminando le norme e i moduli esistenti e valutandone l'utilità (cfr. sezione precedente).

7. Equivalenza STS

Contesto e risultanze

L'equivalenza è un meccanismo mediante il quale l'UE può riconoscere le norme di regolamentazione di paesi terzi di un determinato settore come equivalenti alle proprie²⁴. La concessione a un paese terzo dell'equivalenza in un determinato settore implica che le norme e la vigilanza sono equivalenti a quelle dell'UE. Ciò può consentire una semplificazione normativa eliminando la duplicazione degli obblighi relativi alle operazioni transfrontaliere e allineando il trattamento prudenziale delle esposizioni transfrontaliere a quello applicato alle esposizioni nazionali.

Nel corso della consultazione, la maggior parte dei partecipanti al mercato si è detta favorevole a consentire ai soggetti di paesi terzi di emettere cartolarizzazioni STS. Per contro, le autorità pubbliche sono state pressoché unanimi nell'opporci all'istituzione di un regime di equivalenza.

Valutazione della Commissione

Il quadro dell'UE per le cartolarizzazioni STS si basa su una serie di requisiti rigorosi, non da ultimo per quel che riguarda gli obblighi di informativa. La Commissione osserva che a oggi nessun regime di cartolarizzazione nella giurisdizione di un paese terzo potrebbe essere considerato equivalente al quadro STS dell'UE. Il Regno Unito, che dopo il recesso dall'Unione ha adottato il regime STS di quest'ultima, è l'unica giurisdizione al di fuori dell'UE che dispone di un regime STS.

Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene prematuro introdurre in questo momento un regime di equivalenza STS. Il regime STS dell'UE è ancora in evoluzione e l'UE ha recentemente istituito un regime per le cartolarizzazioni STS nel bilancio che non esiste nel Regno Unito. Inoltre le prassi di vigilanza dei paesi terzi potranno essere riesaminate solo dopo che la prassi di vigilanza dell'UE sarà ulteriormente approfondita e diventerà pienamente convergente tra le autorità di vigilanza dell'UE. In tale contesto, la valutazione *inter pares* dell'attuazione dei requisiti STS risulta fondamentale per ottenere una panoramica della vigilanza del regime STS nell'UE. Tale valutazione *inter pares*, che inizialmente doveva essere completata entro il 1° gennaio 2022²⁵, è stata rinviata al 2024.

Ciononostante la Commissione continuerà a monitorare gli sviluppi normativi pertinenti nelle giurisdizioni di paesi terzi che potrebbero portare all'adozione di regimi di cartolarizzazione analoghi in linea con la norma di semplicità, trasparenza e comparabilità elaborata dal Comitato di Basilea per

²⁴ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Equivalenza nel settore dei servizi finanziari* (COM(2019) 349 final).

²⁵ Come prescritto dall'articolo 36, paragrafo 7, del regolamento sulle cartolarizzazioni.

la vigilanza bancaria e dall'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari, che è alla base del regime STS dell'UE.

In caso di mutamento della situazione attuale, la Commissione potrebbe riconsiderare la necessità e l'opportunità di introdurre un regime di equivalenza STS.

8. Cartolarizzazioni sostenibili

Contesto e risultanze

L'obbligo di informativa sulla sostenibilità imposto dal regolamento sulle cartolarizzazioni non è che un obbligo limitato. Nel caso delle cartolarizzazioni STS il venditore deve pubblicare le informazioni disponibili relative alla performance ambientale delle attività finanziate da prestiti su immobili residenziali o prestiti per veicoli o leasing auto. Le modifiche apportate dal pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali hanno aggiunto la possibilità per i cedenti di pubblicare in alternativa le informazioni disponibili relative al principale effetto negativo sui fattori di sostenibilità delle attività finanziate dalle esposizioni sottostanti.

A complemento del mandato di cui all'articolo 46, lettera e), l'articolo 45 bis, lettera e), impone alla Commissione di riferire, sulla base di una relazione dell'ABE ("la relazione dell'ABE"), in merito alla creazione di un quadro specifico per le cartolarizzazioni sostenibili²⁶. L'ABE ha pubblicato la sua relazione il 2 marzo 2022²⁷.

Ampliamento dell'ambito di applicazione degli obblighi di informativa vigenti in materia di sostenibilità ambientale

Nell'ambito della consultazione la maggior parte dei partecipanti ha sostenuto in linea di principio l'idea che l'ampliamento dell'attuale obbligo di informativa ad altre classi di attività²⁸ possa apportare un valore aggiunto agli investitori, ai quali tali informazioni sarebbero utili per calcolare la propria quota di investimenti ambientali, sociali e di governance (ESG), per valutare i rischi ESG e come strumento di confronto. Gli investitori si sono rammaricati del fatto che questo tipo di informazioni non sia ancora disponibile, poiché in futuro sarà necessario per ottemperare ai loro obblighi di informativa.

I partecipanti hanno tuttavia affermato che l'utilità di detto ampliamento degli obblighi di informativa ad altre classi di attività dipende dall'esistenza o meno di parametri sufficientemente chiari e pertinenti per valutare le rispettive performance ambientali. Secondo la maggior parte dei partecipanti, non è ancora così per tutte le classi di attività²⁹.

Al fine di migliorare la disponibilità dei dati, la relazione dell'ABE raccomanda di ampliare l'informativa sul principale effetto negativo alle cartolarizzazioni diverse dalle cartolarizzazioni STS e di introdurre, a medio termine, informative obbligatorie sul principale effetto negativo.

²⁶ https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf.

²⁷ [L'ABE raccomanda adeguamenti alla proposta di norma dell'UE per le obbligazioni verdi per quanto riguarda le operazioni di cartolarizzazione | Autorità bancaria europea \(europa.eu\) \(non disponibile in IT\)](#).

²⁸ Oltre ai prestiti su immobili residenziali, ai prestiti per veicoli o ai leasing auto.

²⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>.

Creazione di un quadro specifico per le cartolarizzazioni sostenibili

L'attuale proposta di una norma per le obbligazioni verdi europee (*EU Green Bond Standard*, EuGBS), pubblicata nel luglio 2021 e ancora in fase di negoziazione³⁰, mira a definire un quadro per le obbligazioni verdi, comprese quelle emesse da una società veicolo nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione. Al fine di ottenere il marchio per le obbligazioni verdi, l'emittente deve impegnarsi a utilizzare i proventi dell'emissione per finanziare, rifinanziare o acquisire attività allineate alla tassonomia dell'UE.

In considerazione del numero ancora piuttosto limitato di attività verdi disponibili da per la cartolarizzazione³¹ e dato che il mercato delle cartolarizzazioni sostenibili è ancora piuttosto nuovo, la relazione dell'ABE non raccomanda di istituire un quadro specifico per la cartolarizzazione verde in questo momento. La relazione raccomanda di prendere in considerazione un quadro specifico solo una volta che l'economia dell'UE avrà compiuto maggiori progressi nella transizione verde.

La relazione dell'ABE raccomanda invece di adeguare la EuGBS per renderla più adatta alle cartolarizzazioni nella fase di transizione (cfr. riquadro). L'ABE raccomanda di escludere le cartolarizzazioni sintetiche dall'ambito di applicazione di un marchio per le cartolarizzazioni verdi (che si tratti del marchio EuGBS o di un apposito marchio distinto), in quanto non esiste ancora una metodologia generalmente riconosciuta per misurare la redistribuzione a fini ecologici del capitale liberato a seguito dell'operazione.

Nell'ambito della consultazione la maggior parte dei partecipanti ha messo in guardia contro l'esistenza di vari marchi diversi per la classificazione delle cartolarizzazioni verdi e ha espresso una chiara preferenza per l'uso del marchio EuGBS nel prossimo futuro, anziché per la creazione di un quadro distinto. Dai riscontri emerge una condivisione delle preoccupazioni dell'ABE in merito all'obbligo di allineare il portafoglio di attività sottostanti alla tassonomia, in quanto ciò creerebbe una disparità di trattamento tra le cartolarizzazioni e altri strumenti di finanziamento bancario comparabili, come le obbligazioni garantite. Le cartolarizzazioni potrebbero quindi non essere in grado di contribuire al finanziamento della transizione verso un'economia verde, data l'attuale scarsità di attività allineate alla tassonomia. Per quanto riguarda il soggetto responsabile della segnalazione delle informazioni, molti partecipanti alla consultazione hanno indicato di preferire i cedenti agli emittenti, in quanto sarebbe poco pratico affidare questo compito a emittenti che non controllano le attività.

Quanto alle informazioni da comunicare per essere considerate sostenibili, si ritiene che un regime eccessivamente descrittivo sarebbe controproducente data l'ampia gamma di attività connesse alle esposizioni sottostanti le operazioni di cartolarizzazione.

La raccomandazione della relazione dell'ABE sull'adeguamento della norma per le obbligazioni verdi europee (EuGBS)

La proposta relativa alla EuGBS stabilisce una norma, cui aderire volontariamente, per il finanziamento degli investimenti sostenibili e consente all'emittente di un'obbligazione di utilizzare il marchio per le obbligazioni verdi a condizione che tutti i proventi dell'emissione di obbligazioni siano utilizzati per scopi pienamente allineati alla tassonomia. Ciò significa che le esposizioni sottostanti della cartolarizzazione detenute dalla SSPE dovrebbero essere allineate alla tassonomia.

³⁰https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en.

³¹Secondo le stime dell'ABE relative all'ammontare delle attività allineate alla tassonomia detenute presso le banche dell'UE, il portafoglio massimo annuale di cartolarizzazioni verdi, nell'ipotesi che siano pienamente sostenute da attività allineate alla tassonomia, sarebbe pari a 15,6 miliardi di EUR.

La relazione dell'ABE avverte che questo approccio pone le cartolarizzazioni (e altri strumenti finanziari emessi da una società veicolo) su un piano diverso rispetto ai titoli che non sono emessi da una società veicolo. L'ABE richiama l'attenzione sul fatto che l'approccio attuale renderebbe obbligatorio garantire le cartolarizzazioni conformi alla EuGBS mediante attività allineate alla tassonomia, senza tuttavia impedire al cedente, in quanto beneficiario finale dei proventi dell'emissione di obbligazioni della cartolarizzazione, di utilizzare i proventi a fini non ecologici. L'ABE ha ritenuto tale approccio incompatibile con l'intenzione politica di convogliare nuovi fondi nel finanziamento della transizione verso un'economia dell'UE verde e sostenibile. A causa dell'attuale scarsità di attività allineate alla tassonomia disponibili per la cartolarizzazione, l'ABE ha ritenuto che ciò avrebbe anche limitato in modo significativo il potenziale di un mercato delle cartolarizzazioni EuGBS. La relazione dell'ABE sottolinea inoltre che le SSPE hanno una sostanza economica limitata e pertanto un mercato delle cartolarizzazioni EuGBS sarebbe inattuabile, anche qualora le SSPE fossero gli unici soggetti ad assumersi la responsabilità giuridica.

La relazione dell'ABE raccomanda pertanto che gli obblighi EuGBS si applichino al cedente di una cartolarizzazione e non alla SSPE. L'ABE riconosce che l'applicazione di prescrizioni sull'uso dei proventi a livello del cedente, anziché a livello della SSPE, sembra non rappresentare una scelta ovvia per le cartolarizzazioni, che essendo per natura garantite da attività non beneficiano della doppia rivalsa, e potrebbe anche portare alla comparsa di cartolarizzazioni EuGBS con attività sottostanti "non verdi". L'ABE ritiene tuttavia che si tratti dell'approccio più efficiente e pragmatico durante una fase di transizione e di un modo per garantire la parità di trattamento tra cartolarizzazioni e altri tipi di titoli garantiti da attività. L'ABE raccomanda che il trasferimento degli obblighi EuGBS al cedente sia accompagnato da ulteriori iniziative in materia di trasparenza volte a informare gli investitori in merito alla misura in cui il portafoglio di attività è allineato alla tassonomia. Tale approccio dovrebbe essere integrato da misure di salvaguardia tese a evitare che il cedente scelga le attività da cartolarizzare secondo modalità che potrebbero essere considerate pratiche di "greenwashing".

Inoltre, per quanto riguarda l'informativa sulle cartolarizzazioni sostenibili, conformemente all'articolo 45 bis del regolamento sulle cartolarizzazioni, la relazione dell'ABE ha esaminato in che modo integrare l'informativa sulla sostenibilità nel regolamento sulle cartolarizzazioni, basandosi sul regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR*)³². L'SFDR stabilisce obblighi di informativa sulla sostenibilità per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari nei confronti degli investitori finali. La relazione dell'ABE osserva che, sebbene gli investitori attivi nel mercato della cartolarizzazione siano soggetti al regime dell'SFDR, i prodotti della cartolarizzazione non rientrano nell'ambito di applicazione dell'SFDR in quanto non sono considerati prodotti finanziari ai sensi dell'articolo 2 di tale regolamento. Di conseguenza gli investitori potrebbero non essere in grado di includere le esposizioni verso la cartolarizzazione nelle proprie strategie di investimento ESG.

Il comitato congiunto delle AEV ha il compito di elaborare norme tecniche di regolamentazione che specificino le informazioni da fornire sui principali effetti negativi di taluni tipi di attività sottostanti nelle operazioni STS³³. Anche se in questo modo si risponderebbe alle richieste di informazioni degli investitori incentrati sui prodotti ESG, l'ABE raccomanda di estendere l'ambito di applicazione dell'informativa sui principali effetti negativi: i) nel breve periodo, alle cartolarizzazioni non STS garantite dalle stesse tipologie di attività previste dall'attuale obbligo di informativa STS; e ii) nel medio periodo, a tutte le cartolarizzazioni.

³² Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

³³ Articolo 22, paragrafo 6, del regolamento sulle cartolarizzazioni.

Valutazione della Commissione

La Commissione accoglie con favore la relazione dettagliata e motivata dell'ABE, ritenendola un importante contributo all'elaborazione di un quadro per la cartolarizzazione sostenibile. La Commissione concorda con l'ABE sul fatto che, almeno nel breve e medio periodo, non è opportuno creare un apposito marchio di sostenibilità per le cartolarizzazioni, segnatamente in considerazione del numero limitato di attività verdi disponibili per la cartolarizzazione. Alla luce di quanto precede, la Commissione invita il Parlamento europeo e il Consiglio a tenere conto della raccomandazione dell'ABE nel contesto dei negoziati in corso sull'EuGBS ed è pronta a contribuire alla definizione dei dettagli della cartolarizzazione nell'ambito del quadro EuGBS.

Per quanto riguarda la comunicazione delle informazioni relative alla sostenibilità, la Commissione riconosce la necessità di elaborare le informative sul principale effetto negativo e ritiene che l'ambito di applicazione della futura norma tecnica di regolamentazione del comitato congiunto dovrebbe essere il più ampio possibile.

9. Verifica dei criteri STS da parte di terzi

Contesto e risultanze

Il regolamento sulle cartolarizzazioni ha istituito un sistema di terzi verificatori per assistere, su base volontaria, sia gli emittenti che gli investitori nella valutazione della conformità di un'operazione ai criteri STS. Il coinvolgimento di tali verificatori non solleva tuttavia i cedenti, i promotori e gli investitori istituzionali dalla responsabilità giuridica di trattare un'operazione di cartolarizzazione come STS. Tali terzi verificatori sono autorizzati dall'ESMA e sottoposti alla vigilanza della rispettiva autorità nazionale competente dello Stato membro in cui sono registrati. Finora l'ESMA ha autorizzato due terzi verificatori. A oggi, per la maggior parte delle operazioni STS ci si è avvalsi dei servizi di uno dei due.

La relazione del comitato congiunto ha analizzato il ruolo dei terzi verificatori nel mercato STS e ha osservato che il mercato ritiene che tali verificatori siano utili, in particolare per i partecipanti al mercato meno esperti, non da ultimo per fornire rassicurazioni riguardo alle sanzioni finanziarie imposte per l'inserimento di informazioni errate in una notifica STS. Il comitato congiunto ha dichiarato che le interazioni tra i terzi verificatori e le autorità nazionali competenti sono state finora limitate. Data l'evidente importanza dei verificatori per il mercato STS e la concentrazione su pochissimi soggetti, interazioni limitate potrebbero portare le autorità di vigilanza e i verificatori a interpretare diversamente i criteri STS. La relazione del comitato congiunto ha inoltre rilevato che finora non è stato adottato un approccio comune alla vigilanza dei verificatori STS.

Valutazione della Commissione

Il regime di verifica da parte di terzi sembra funzionare come previsto e la Commissione non ritiene necessario rivedere le disposizioni che lo disciplinano. Come indicato nella relazione del comitato congiunto, il dialogo tra le autorità nazionali competenti e i terzi verificatori dovrebbe avvenire con una frequenza adeguata onde evitare interpretazioni incoerenti dei criteri STS a scapito di emittenti e investitori.

Per quanto riguarda la concorrenza, la relazione del comitato congiunto non ha associato il numero esiguo di terzi verificatori autorizzati a una barriera normativa all'ingresso nel mercato o a una concorrenza insufficiente. La Commissione non ritiene pertanto necessario intervenire.

10. Società veicolo per la cartolarizzazione (SSPE)

Contesto e risultanze

Per quanto riguarda le cartolarizzazioni di vendita effettiva, le SSPE rappresentano uno strumento fondamentale per gestire le operazioni e ottenere gli effetti desiderati, in particolare l'alleggerimento dei requisiti patrimoniali per le banche cedenti: la SSPE tiene separate le attività dal cedente e lo protegge dal rischio associato alle stesse. L'attività della SSPE si limita al conseguimento di tali obiettivi. Il regolamento sulle cartolarizzazioni contiene una serie completa di requisiti applicabili alle SSPE.

Alla luce del mandato di cui all'articolo 46, lettera h), la Commissione ha chiesto, nell'ambito della consultazione, se un sistema di banche con autorizzazione limitata che espletino le funzioni di SSPE apporterebbe un valore aggiunto al quadro per le cartolarizzazioni.

La stragrande maggioranza dei partecipanti, sia operatori del settore che autorità pubbliche, ha messo in guardia contro l'introduzione di tale sistema e l'impatto che potrebbe avere sul mercato. Molti hanno sottolineato che le SSPE sono già soggette ad autorizzazione e alla vigilanza della pertinente autorità competente, il che consente una loro vigilanza adeguata e un opportuno monitoraggio dei rischi.

Si è ritenuto che un sistema di banche con autorizzazione limitata pregiudicherebbe l'indipendenza delle SSPE in quanto tali, aumentando in ultima analisi il numero di operatori che gestiscono i fondi di cartolarizzazione in un soggetto distinto appartenente allo stesso gruppo consolidato. La priorità dovrebbe invece essere quella di garantire l'indipendenza del controllo, della gestione e della segnalazione dell'operazione di cartolarizzazione nei confronti dei cedenti, dei promotori e degli investitori. I partecipanti hanno inoltre rilevato potenziali rischi derivanti da un sistema di banche con autorizzazione limitata, avvertendo che comporterebbe una maggiore concentrazione dei rischi. Tali dinamiche sarebbero in contrasto con la logica stessa della diversificazione e della riduzione dei rischi che è alla base del mercato delle cartolarizzazioni.

Valutazione della Commissione

La Commissione ritiene che il quadro attuale stia funzionando in modo adeguato, in quanto non sono state individuate carenze o problematiche da risolvere per quanto riguarda le SSPE. Alla luce di ciò, non è necessario integrare il quadro istituendo un sistema di banche con autorizzazione limitata che espletino le funzioni di SSPE e siano titolari esclusivi del diritto di acquistare esposizioni dai cedenti e di vendere agli investitori crediti garantiti dalle esposizioni acquistate.

11. Ambito di applicazione giurisdizionale

Il regolamento sulle cartolarizzazioni è essenzialmente un regolamento basato sull'attività e non un vero e proprio regolamento sul prodotto. Esso impone principalmente obblighi al venditore (cedente, prestatore originario, promotore e SSPE) e all'acquirente (investitore istituzionale) che intervengono nella cartolarizzazione. Il regolamento sulle cartolarizzazioni non opera una distinzione tra le cartolarizzazioni dell'UE e le cartolarizzazioni in cui una delle parti è stabilita in un paese terzo. Tuttavia il fatto che una o più parti di un'operazione siano stabilite in un paese terzo può sollevare dubbi sulle modalità con cui le parti dell'operazione devono adempiere nella pratica agli obblighi del regime dell'UE.

Il parere del comitato congiunto ha rilevato difficoltà connesse all'ambito di applicazione giurisdizionale del regolamento sulle cartolarizzazioni. La grande maggioranza dei partecipanti alla consultazione ha confermato tale risultanza.

La Commissione prende atto delle difficoltà segnalate e utilizzerà le sottosezioni seguenti della presente relazione per fornire alcuni orientamenti interpretativi in materia, come richiesto dal comitato congiunto e dai portatori di interessi.

11.1 Obblighi per i venditori

Contesto e risultanze

Gli articoli 6, 7 e 9 del regolamento sulle cartolarizzazioni stabiliscono taluni obblighi fondamentali che, quale insegnamento tratto dalla grande crisi finanziaria, devono essere rispettati da tutte le parti che intervengono nelle cartolarizzazioni. Le disposizioni in questione prescindono dal fatto che il soggetto obbligato si trovi all'interno o all'esterno dell'UE:

- l'articolo 6 obbliga il cedente, il promotore o il prestatore originario a mantenere una parte del rischio dell'operazione (un interesse economico netto non inferiore al 5 %);
- l'articolo 7 obbliga il cedente, il promotore e la SSPE a fornire all'investitore, alle autorità competenti e, su richiesta, ai potenziali investitori le informazioni che vi sono indicate;
- al fine di rendere impossibile in futuro il problematico modello "crea e distribuisci" (*originate-to-distribute*), l'articolo 9 obbliga i cedenti, i promotori e i prestatori originari ad applicare alle esposizioni cartolarizzate gli stessi solidi criteri per la concessione di crediti che applicano alle esposizioni non cartolarizzate.

Nel proprio parere il comitato congiunto ha espresso preoccupazione per il fatto che in un'operazione in cui intervengono parti venditrici situate all'interno e all'esterno dell'UE, queste potrebbero sottrarsi a tali obblighi fondamentali in quanto, in caso di violazione degli stessi, le autorità di vigilanza dell'UE non possono chiamare a risponderne le parti situate in paesi terzi. Pertanto il comitato congiunto è del parere che le disposizioni debbano essere interpretate in modo tale che:

- soltanto un soggetto con sede nell'UE dovrebbe poter mantenere il rischio;
- le parti dovrebbero essere obbligate a scegliere il soggetto con sede nell'UE quale soggetto segnalante designato;
- un soggetto con sede nell'UE dovrebbe avere la responsabilità di assicurare che alle esposizioni cartolarizzate e non cartolarizzate si applichino gli stessi criteri solidi e ben definiti per la concessione di crediti e che le esposizioni cartolarizzate siano soggette alle stesse procedure di quelle non cartolarizzate per quel che riguarda l'approvazione e il rinnovo dei crediti.

Il comitato congiunto ha proposto che tali disposizioni siano chiarite di conseguenza.

Il comitato congiunto ha inoltre individuato un'incongruenza tra l'articolo 5, paragrafo 1, lettera b), e l'articolo 9 del regolamento sulle cartolarizzazioni, senza tuttavia formulare una chiara raccomandazione su come risolverla: l'articolo 9 obbliga anche il promotore a garantire un solido processo di concessione del credito, mentre il corrispondente obbligo di due diligence di cui all'articolo 5, paragrafo 1, lettera b), non fa riferimento alcuno al promotore.

I partecipanti alla consultazione hanno risposto alle proposte del comitato congiunto nel modo seguente:

- i partecipanti al mercato si sono detti contrari a limitare il mantenimento del rischio ai soli soggetti con sede nell'UE. I soggetti che mantengono il rischio dovrebbero essere quelli con un controllo e un interesse effettivi e sufficienti sul portafoglio cartolarizzato; la giurisdizione dovrebbe essere irrilevante;

- anche per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza di cui all'articolo 7 del regolamento sulle cartolarizzazioni, un'ampia maggioranza, costituita principalmente da rappresentanti del settore, si è opposta all'imposizione al soggetto con sede nell'UE dell'obbligo di informativa, sottolineando che il soggetto segnalante più appropriato potrebbe non essere situato nell'UE. La maggior parte delle autorità di vigilanza che hanno risposto ha accolto più favorevolmente la proposta del comitato congiunto. Si osserva tuttavia che sono pervenute risposte solo da un numero limitato di autorità di vigilanza;
- sono state espresse opinioni divergenti anche sulla questione di affidare obbligatoriamente la verifica dei criteri di concessione di crediti ai sensi dell'articolo 9 del regolamento sulle cartolarizzazioni al soggetto con sede nell'UE. Tre quarti dei partecipanti (tra cui la maggior parte dei partecipanti del settore) si sono detti contrari a sottrarre tali responsabilità al soggetto più appropriato per attribuirle a quello situato nell'UE.

Dalla consultazione è infine emerso un ampio consenso tra i partecipanti sul fatto che l'incongruenza individuata tra l'articolo 5, paragrafo 1, lettera b), e l'articolo 9 del regolamento sulle cartolarizzazioni dovrebbe essere risolta.

Valutazione della Commissione

La Commissione osserva che l'interpretazione degli articoli 6, 7 e 9 del regolamento sulle cartolarizzazioni proposta dal comitato congiunto non è corroborata dal testo giuridico. La Commissione ritiene che un'interpretazione così restrittiva non sia neppure necessaria per conseguire l'obiettivo legislativo delle disposizioni degli articoli 6, 7 e 9, vale a dire garantire che tutte le cartolarizzazioni in cui intervengono parti dell'UE rispettino determinati requisiti strutturali e di qualità. Sebbene sia certamente più auspicabile che tali requisiti siano fatti rispettare direttamente dalle autorità di vigilanza dell'UE, è opportuno ricordare che tale obiettivo è conseguito in modo efficace anche attraverso gli obblighi di due diligence degli investitori istituzionali imposti dall'articolo 5 del regolamento sulle cartolarizzazioni. In base a tali obblighi, gli investitori istituzionali devono verificare che le parti venditrici dell'operazione, indipendentemente dalla loro ubicazione, rispettino i propri obblighi ai sensi di tale regolamento prima di investire nella cartolarizzazione. Gli investitori istituzionali dell'UE potrebbero non investire in cartolarizzazioni se viene constatato che i soggetti venditori non rispettano tali obblighi. Più nel dettaglio:

- l'obiettivo principale dell'obbligo di mantenimento del rischio di cui all'articolo 6 del regolamento sulle cartolarizzazioni è l'allineamento degli interessi tra l'emittente e l'investitore di una cartolarizzazione. La disposizione è pertanto nell'interesse dell'investitore. L'interpretazione restrittiva dell'articolo 6 proposta dal comitato congiunto non è pertanto ritenuta necessaria, in quanto l'obbligo di verifica in capo agli investitori di cui all'articolo 5 garantisce efficacemente il rispetto dell'obbligo di mantenimento del rischio per tutte le cartolarizzazioni acquistate da investitori dell'UE. Se l'obiettivo della disposizione relativa al mantenimento del rischio può essere raggiunto in questo modo, appare superfluo adottare l'interpretazione più invasiva del comitato congiunto o procedere a una modifica del regolamento sulle cartolarizzazioni in tal senso;
- gli obblighi di cui all'articolo 7 del regolamento sulle cartolarizzazioni sono obblighi comuni di cui ciascun soggetto, sia esso cedente, promotore o SSPE della cartolarizzazione, è pienamente responsabile. Pertanto se solo uno di tali soggetti venditori è situato nell'UE, esso ha l'obbligo giuridico di comunicare tutte le informazioni richieste dall'articolo 7 anche se non è il soggetto designato a rispettare gli obblighi di informativa. Tale obbligo può essere fatto valere nei confronti dei soggetti venditori situati nell'UE, anche se il soggetto segnalante designato è stabilito al di fuori dell'UE;
- la Commissione ritiene che l'obbligo di cui all'articolo 9 del regolamento sulle cartolarizzazioni possa essere rispettato in modo significativo solo dal soggetto che concede i

crediti nell'ambito della procedura, indipendentemente dal fatto che abbia sede nell'UE o altrove. La Commissione concorda sul fatto che l'obbligo dovrebbe teoricamente essere oggetto di vigilanza e applicarsi nei confronti di un soggetto dell'UE e osserva che gli investitori dell'UE devono essere informati del fatto che ciò potrebbe non verificarsi in tutte le configurazioni possibili. L'investitore con sede nell'UE è autorizzato a investire solo in operazioni per le quali può essere verificato il rispetto degli obblighi di cui all'articolo 9.

Infine, la Commissione rileva l'incongruenza tra l'articolo 5, paragrafo 1, lettera b), e l'articolo 9 e intende risolvere la questione nella prossima revisione del regolamento sulle cartolarizzazioni. La Commissione osserva che tale incongruenza non ha alcun effetto deleterio nella pratica. Se è vero che il promotore (quale definito dal regolamento sulle cartolarizzazioni) non applica alcuna norma per la concessione di crediti, in quanto non concede crediti per proprio conto, l'articolo 9, paragrafo 1, non può imporre nella pratica al promotore un obbligo diretto valido.

11.2 Obblighi per gli acquirenti – disponibilità dell'informativa

Contesto e risultanze

A norma dell'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), del regolamento sulle cartolarizzazioni, prima di investire in una cartolarizzazione, gli investitori istituzionali devono verificare che le informazioni richieste dall'articolo 7 del medesimo regolamento siano state messe a disposizione con la frequenza e secondo le modalità previste. Per gli investimenti in cartolarizzazioni di paesi terzi in cui nessuna delle parti venditrici è situata nell'UE, si pone la questione se tali investimenti siano ammissibili solo se le informazioni indicate nell'articolo 7 sono fornite tramite i moduli dell'ESMA e, nel caso delle cartolarizzazioni pubbliche, tramite un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni. Si pone inoltre la questione della necessità o meno di verificare che le informazioni fornite rispettino pienamente gli obblighi specificati dalla norma tecnica di regolamentazione dell'ESMA in materia di informativa³⁴ e, in particolare, se i dati relativi ai singoli prestiti siano resi disponibili per tutte le esposizioni sottostanti la cartolarizzazione. Questa interpretazione dell'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), impedirebbe agli investitori istituzionali dell'UE di investire in cartolarizzazioni di paesi terzi che non soddisfano tali condizioni. Le osservazioni del comitato congiunto e i riscontri della consultazione indicano chiaramente che i requisiti di cui all'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), sono attualmente interpretati e applicati in modo differente dai partecipanti al mercato.

Nel suo parere il comitato congiunto ha invitato a garantire maggiore flessibilità, in modo da poter presumere l'espletamento della verifica nel caso di una cartolarizzazione di un paese terzo, anche se non sono soddisfatti nei minimi dettagli tutti gli obblighi di trasparenza dell'UE. A tal fine il comitato congiunto ha proposto di istituire un "regime di equivalenza dei paesi terzi per gli obblighi di trasparenza" in relazione alle cartolarizzazioni di paesi terzi. Ciò consentirebbe di verificare la conformità delle cartolarizzazioni di paesi terzi alla trasparenza prevista dall'articolo 7 se una delle parti venditrici di un paese terzo ha fornito informazioni sulla cartolarizzazione conformemente alle prescrizioni del proprio paese che disciplinano la cartolarizzazione e se il regime di trasparenza di tale paese è stato dichiarato equivalente alle norme dell'UE in materia di trasparenza.

Nell'ambito della consultazione la stragrande maggioranza dei portatori di interessi del settore ha aderito alla richiesta di maggiore flessibilità, argomentando che un'interpretazione giuridica dell'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), che impone agli investitori istituzionali che intervengono in cartolarizzazioni di paesi terzi di verificare di aver ricevuto tutte le informazioni conformemente

³⁴ Regolamento delegato (UE) 2020/1224 della Commissione, del 16 ottobre 2019, che integra il regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio 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 (GU L 289 del 3.9.2020, pag. 1).

all'articolo 7 crea uno svantaggio concorrenziale per gli investitori istituzionali dell'UE. Pochissimi partecipanti hanno sostenuto l'idea di istituire un regime di equivalenza, come indicato dal parere del comitato congiunto. Altri partecipanti esterni al settore si sono detti contrari a garantire una maggiore flessibilità nel caso di investimenti in cartolarizzazioni di paesi terzi, ma hanno raccomandato di semplificare gli obblighi di informativa in generale.

Valutazione della Commissione

La Commissione riconosce che l'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), solleva questioni di interpretazione giuridica e prende atto delle diverse interpretazioni in materia. La Commissione ritiene tuttavia che l'intento legislativo dell'obbligo di verifica di cui all'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), del regolamento sulle cartolarizzazioni sia fondamentale per l'interpretazione di tale disposizione. Grazie all'esperienza acquisita con la grande crisi finanziaria, i legislatori dell'UE hanno voluto garantire che, in futuro, gli investitori istituzionali dell'UE nel settore delle cartolarizzazioni esercitino un'adeguata due diligence prima di qualsiasi investimento e dispongano di tutte le informazioni necessarie. I colegislatori hanno precisato quali sono le informazioni che devono essere comunicate agli investitori nell'articolo 7. Differenziare la portata delle informazioni da fornire, a seconda che la cartolarizzazione sia emessa da soggetti dell'UE o da soggetti con sede in paesi terzi, non è quindi in linea con l'intento legislativo, in quanto ai fini del corretto esercizio della due diligence degli investitori istituzionali con sede nell'UE non importa se una cartolarizzazione abbia avuto origine all'interno o all'esterno dell'UE. Senza una modifica della disposizione giuridica non è pertanto opportuno interpretare l'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), in modo tale da lasciare agli investitori istituzionali la facoltà di decidere se abbiano ricevuto o meno informazioni sostanzialmente comparabili.

Nonostante quanto precede, la Commissione è consapevole del fatto che l'attuale testo dell'articolo 5, paragrafo 1, lettera e), in combinato disposto con le norme di cui all'articolo 7 (e, a sua volta, in combinato disposto con la rispettiva norma tecnica), preclude di fatto agli investitori istituzionali dell'UE di investire in determinate cartolarizzazioni di paesi terzi. Ciò non è dovuto al fatto che tali operazioni non sarebbero sostanzialmente conformi al quadro normativo dell'UE, ma semplicemente al fatto che le parti venditrici di paesi terzi potrebbero non essere interessate a fornire le informazioni necessarie secondo le procedure di cui all'articolo 7. Sebbene la questione possa meritare un esame approfondito nel contesto di una futura modifica del regolamento sulle cartolarizzazioni, la Commissione ritiene che le misure previste per modificare le norme tecniche che stabiliscono gli obblighi di trasparenza di cui all'articolo 7 (cfr. sezioni 5 e 6) potrebbero contribuire a ridurre lo svantaggio concorrenziale degli investitori istituzionali dell'UE, in quanto tali misure renderanno più facile per le parti venditrici di paesi terzi fornire le informazioni richieste.

11.3 Obblighi per gli acquirenti – investitori GEFIA

Contesto e risultanze

Il parere del comitato congiunto ha evidenziato la necessità di alcuni chiarimenti giuridici sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che agiscono in qualità di investitori istituzionali nelle cartolarizzazioni. In primo luogo, non era chiaro se un GEFIA di un paese terzo che gestisce o commercializza fondi di investimento alternativi (FIA) nell'UE rientrasse nella definizione di investitore istituzionale di cui al regolamento sulle cartolarizzazioni, anche se la commercializzazione nell'UE avviene solo in base a un collocamento privato. In secondo luogo, non era chiaro se la definizione di investitore istituzionale (soggetto agli ampi obblighi di due diligence) comprendesse anche i GEFIA "sotto soglia"³⁵.

³⁵ Per "GEFIA sotto soglia" si intende un GEFIA di dimensioni ridotte che beneficia di un'esenzione de minimis e che è pertanto tenuto soltanto a conformarsi alla direttiva GEFIA (e alla normativa di attuazione specifica del

Dalla consultazione è emersa una netta maggioranza a favore di un chiarimento, ma con opinioni opposte sulle modalità di redazione dello stesso. Coloro che sono favorevoli all'inclusione sia dei GEFIA sotto soglia che dei GEFIA di paesi terzi che commercializzano e gestiscono FIA nell'UE sottolineano la necessità di garantire la parità di condizioni per tutti i GEFIA attivi nel mercato delle cartolarizzazioni.

Per contro, alcuni partecipanti si sono chiesti se l'inclusione dei GEFIA sotto soglia sia proporzionata. I partecipanti che si sono espressi contro l'applicazione degli obblighi di due diligence dell'UE ai GEFIA di paesi terzi che gestiscono o commercializzano fondi nell'UE hanno sottolineato che tale interpretazione renderebbe extraterritoriale il regolamento sulle cartolarizzazioni. Hanno inoltre indicato che ciò creerebbe una differenza ingiustificata tra fondi e altri prodotti per i quali gli obblighi di due diligence sono disciplinati dall'autorità di regolamentazione del paese di origine dell'investitore istituzionale. Diversi partecipanti hanno infine osservato che dal testo giuridico attuale non si evince chiaramente se l'obbligo per un GEFIA di un paese terzo di applicare le norme dell'UE in materia di due diligence sia limitato ai fondi gestiti e commercializzati nell'UE o se, una volta che il GEFIA gestisce o commercializza un fondo nell'UE, tale obbligo si estenda a tutti i fondi commercializzati o gestiti da tale GEFIA di un paese terzo.

Valutazione della Commissione

La Commissione osserva che l'articolo 2, punto 12, ossia la disposizione che definisce gli investitori istituzionali ai fini del regolamento sulle cartolarizzazioni, alla lettera d) fa specifico riferimento alla disposizione contenuta nella direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che definisce un GEFIA senza operare distinzioni tra soggetti sopra o sotto la suddetta soglia. La formulazione giuridica indica pertanto chiaramente che anche i GEFIA sotto soglia devono essere considerati investitori istituzionali ai sensi del regolamento sulle cartolarizzazioni. Tale interpretazione è corroborata anche dall'intento legislativo degli obblighi di due diligence di cui all'articolo 5, che è quello di proteggere gli investitori dell'UE dall'esposizione futura a investimenti in cartolarizzazioni senza una due diligence preventiva e una corretta comprensione del prodotto acquistato.

L'intento legislativo fornisce inoltre validi argomenti a sostegno dell'interpretazione della Commissione secondo cui i GEFIA di paesi terzi che commercializzano e gestiscono fondi nell'UE devono rispettare gli obblighi di due diligence previsti dal regolamento sulle cartolarizzazioni per tutti i loro investimenti in cartolarizzazioni. Se i GEFIA di paesi terzi che commercializzano fondi nell'UE fossero considerati esenti dalle norme in materia di due diligence, l'ampia protezione degli investitori voluta dai legislatori potrebbe risulterne compromessa. Poiché le norme in questione disciplinano un'attività che avviene nell'UE, vale a dire la gestione o la commercializzazione di un fondo nell'UE, tale interpretazione non le rende "extraterritoriali". Tenuto conto dell'intento legislativo, risulta inoltre chiaro che l'ampia formulazione dell'articolo 2, punto 12, lettera d), del regolamento sulle cartolarizzazioni dovrebbe applicarsi solo ai fondi che il GEFIA di un paese terzo commercializza e gestisce nell'UE, senza essere interpretata come comprensiva anche delle attività di gestione e di commercializzazione dello stesso GEFIA che non hanno alcun legame con l'UE. La Commissione valuterà, nell'ambito di una futura proposta di modifica del regolamento sulle cartolarizzazioni, la possibilità di modificare la formulazione dell'articolo 2, punto 12, lettera d), per dissipare specificamente qualsiasi tipo di incertezza giuridica.

proprio Stato membro) per quanto riguarda gli obblighi di registrazione e segnalazione, senza beneficiare del passaporto di commercializzazione.

12. Vigilanza delle cartolarizzazioni

Contesto e risultanze

La relazione del comitato congiunto si è concentrata sulla vigilanza in materia di due diligence, mantenimento del rischio, trasparenza, cartolarizzazioni private e requisiti STS. Pur avendo rilevato alcune possibili problematiche nella vigilanza del mercato, non ha sollecitato alcuna modifica legislativa, bensì ha raccomandato di fornire ulteriori orientamenti e chiarezza alle autorità di vigilanza al fine di garantire un'attuazione efficiente e coerente del regolamento sulle cartolarizzazioni. La relazione del comitato congiunto ha inoltre fatto presente che le autorità di vigilanza hanno difficoltà ad accedere alle informazioni relative a una cartolarizzazione privata, in quanto non sono rese disponibili tramite un repertorio di dati sulle cartolarizzazioni.

Nell'ambito della consultazione, i partecipanti al mercato hanno segnalato differenze negli approcci di vigilanza degli Stati membri e hanno sottolineato che ciò potrebbe generare incertezza. È stato indicato che l'interpretazione del regolamento sulle cartolarizzazioni e il livello di coinvolgimento delle autorità competenti nel processo di vigilanza variano da un'autorità all'altra.

Nel complesso, i portatori di interessi hanno chiesto coerenza, maggiore coordinamento tra le autorità di vigilanza (dato che diverse autorità competenti spesso intervengono nella vigilanza di un'unica operazione) e un approccio proporzionato al fine di evitare pratiche divergenti. Hanno sottolineato che non è necessario introdurre obblighi supplementari, nemmeno attraverso norme tecniche di regolamentazione, propendendo invece per orientamenti in materia di vigilanza del comitato congiunto delle AEV.

Infine, alcune autorità competenti hanno sostenuto la necessità di disporre di un'autorità di vigilanza capofila, scelta tra le autorità competenti che intervengono in una cartolarizzazione. A loro avviso, l'autorità di vigilanza capofila dovrebbe coordinare la condivisione delle informazioni tra le autorità di vigilanza, in particolare in un contesto in cui diverse autorità di vigilanza intervengono nella verifica del rispetto dei diversi obblighi previsti dal regolamento sulle cartolarizzazioni.

Valutazione della Commissione

La Commissione riconosce che le autorità competenti potrebbero aver bisogno di più tempo per acquisire un'esperienza sufficiente, in parte a causa dell'adozione tardiva di alcune norme tecniche di regolamentazione. Ciò detto, finora non sono state segnalate gravi carenze in materia di vigilanza, in particolare non sono stati segnalati problemi che richiedano modifiche legislative. La Commissione ritiene che ciò costituisca un'indicazione dell'adeguatezza complessiva del quadro di vigilanza.

In questa fase sono state tuttavia segnalate alcune questioni per le quali sarebbero utili una maggiore convergenza e un maggiore coordinamento tra le autorità di vigilanza. La Commissione ritiene che pratiche di vigilanza divergenti e l'incertezza giuridica che ne consegue possano creare condizioni di disparità e pregiudicare la crescita del mercato delle cartolarizzazioni. È opportuno fornire orientamenti per evitare differenze nell'interpretazione del regolamento sulle cartolarizzazioni e nell'intervento delle autorità competenti nel processo di vigilanza. In particolare, dovrebbe essere garantito un approccio più armonizzato tra le autorità competenti per il controllo della conformità ai requisiti STS. Tali orientamenti potrebbero essere forniti dal comitato congiunto per elaborare un'interpretazione comune delle norme, delle migliori pratiche e degli strumenti di vigilanza al fine di garantire un approccio comune in materia di vigilanza a livello dell'UE.

La Commissione è consapevole del fatto che il mercato delle cartolarizzazioni non è sviluppato in egual misura in tutta l'UE e che ciò incide sul livello di esperienza delle diverse autorità di vigilanza. La Commissione concorda pertanto con la raccomandazione contenuta nella relazione del comitato

congiunto di elaborare una guida comune dell'UE sulle migliori pratiche per le autorità di vigilanza nazionali.

Le valutazioni inter pares costituiscono un altro strumento importante ed efficace per promuovere la convergenza e potrebbero fornire informazioni utili sulle diverse pratiche in uso tra le autorità competenti riguardo ai criteri STS che sono state segnalate dai portatori di interessi. La Commissione si rammarica pertanto che, nonostante l'obbligo di cui all'articolo 36, paragrafo 7, del regolamento sulle cartolarizzazioni, non sia stata effettuata né sia prevista nel prossimo futuro alcuna valutazione inter pares dell'attuazione dei criteri STS. La procedura a domande e risposte si è rivelata uno strumento efficace per garantire la convergenza e occorre assicurare che le domande poste siano trattate rapidamente.

Come sottolineato anche nella relazione del comitato congiunto sui requisiti STS, la frammentazione della responsabilità di vigilanza crea in una certa misura difficoltà a sviluppare competenze ed esperienze in materia di vigilanza. A tale riguardo, nel lungo periodo, la Commissione ritiene opportuno esaminare accuratamente la possibilità di designare un'autorità di vigilanza capofila. Tale valutazione dovrebbe inoltre considerare quale sia lo strumento più appropriato per portare avanti questa soluzione, ad esempio la formulazione di orientamenti per le autorità di vigilanza o una modifica del regolamento sulle cartolarizzazioni.

Infine, per quanto riguarda la presunta difficoltà per le autorità di vigilanza di accedere alle informazioni sulle cartolarizzazioni private, la Commissione osserva che l'obbligo giuridico per i venditori di mettere le informazioni a disposizione dell'autorità di vigilanza a norma dell'articolo 7 non opera una distinzione tra operazioni private e operazioni pubbliche. La Commissione ritiene inoltre che il regolamento sulle cartolarizzazioni preveda tutti gli strumenti di vigilanza che potrebbero essere necessari per far rispettare tale obbligo.

13. Trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni

A norma dell'articolo 519, lettera a), del regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR), la Commissione è tenuta a presentare ai colegislatori una relazione in merito all'applicazione di talune disposizioni della parte relativa alle cartolarizzazioni di tale regolamento "alla luce degli sviluppi sui mercati delle cartolarizzazioni, anche da un punto di vista macroprudenziale ed economico". La relazione dovrebbe essere corredata, se del caso, di una proposta legislativa. Nel preparare tale relazione, la Commissione ha ritenuto opportuno effettuare un'ampia valutazione del funzionamento del quadro prudenziale per le cartolarizzazioni nel suo complesso, alla luce delle difficili condizioni di mercato degli ultimi anni.

Richiesta di parere

In tale contesto, molte delle domande della consultazione vertevano sul funzionamento del quadro prudenziale dell'UE per le cartolarizzazioni. Inoltre il 17 ottobre 2021 la Commissione ha rivolto una richiesta di parere al comitato congiunto delle AEV, invitandolo a valutare se il quadro prudenziale per le cartolarizzazioni abbia raggiunto l'obiettivo perseguito di contribuire alla ripresa del mercato delle cartolarizzazioni dell'UE mantenendo nel contempo un livello di prudenza adeguato. Il comitato congiunto è stato invitato a formulare il proprio parere entro il 1° settembre 2022.

La Commissione sta inoltre valutando l'adeguatezza della calibrazione dei requisiti patrimoniali per gli investimenti in segmenti di cartolarizzazione da parte delle imprese di assicurazione e di riassicurazione. Tali questioni sono state oggetto anche della consultazione e della summenzionata richiesta di parere al comitato congiunto delle AEV.

La Commissione attende il parere e le raccomandazioni del comitato congiunto. Tenendo conto dei pareri e dei riscontri ricevuti nel corso della consultazione, la Commissione valuterà l'adeguatezza e l'opportunità di eventuali modifiche del quadro prudenziale per le cartolarizzazioni.

Trasferimenti significativi del rischio

Uno dei principali obiettivi delle cartolarizzazioni, dal punto di vista del cedente, è conseguire un alleggerimento dei requisiti patrimoniali in relazione al portafoglio di attività cartolarizzate rispetto all'importo del capitale regolamentare che egli deve detenere in relazione allo stesso portafoglio prima di eseguire la cartolarizzazione.

Il conseguimento dell'alleggerimento dei requisiti patrimoniali è soggetto alle varie condizioni quantitative e qualitative di cui agli articoli 244 e 245 del CRR (il "quadro per i trasferimenti significativi del rischio"), che assicurano che il cedente non corra un rischio significativo di sottocapitalizzazione in relazione al portafoglio di attività cartolarizzate. Di conseguenza le autorità competenti devono valutare se le cartolarizzazioni per le quali i cedenti chiedono di beneficiare dell'alleggerimento dei requisiti patrimoniali soddisfino le condizioni per i trasferimenti significativi del rischio stabilite in tali articoli.

Il quadro per i trasferimenti significativi del rischio è pertanto essenziale per garantire la sicurezza e la solidità delle banche cedenti, nonché per promuovere la fiducia generale del mercato.

Nella sua relazione del 23 novembre 2020³⁶, l'ABE ha formulato diverse raccomandazioni alla Commissione sull'armonizzazione delle pratiche e dei processi di valutazione dei trasferimenti significativi del rischio. Infine l'ABE ha anche inserito raccomandazioni volte a semplificare e migliorare le prove relative ai trasferimenti significativi del rischio di cui agli articoli 245 e 246 del CRR.

I rappresentanti del settore hanno sottolineato che il quadro per i trasferimenti significativi del rischio pone diversi ostacoli al funzionamento corretto ed efficace del mercato delle cartolarizzazioni e hanno chiesto un'applicazione più trasparente, coerente ed efficiente del quadro. Nel corso della consultazione la Commissione ha raccolto i riscontri del settore su alcuni aspetti della relazione dell'ABE sui trasferimenti significativi del rischio.

Alla luce delle raccomandazioni dell'ABE e dei riscontri del settore, la Commissione sta attualmente valutando se è opportuno e conveniente avvalersi del potere di cui all'articolo 244, paragrafo 6, e all'articolo 245, paragrafo 6, del CRR per migliorare l'armonizzazione del quadro per i trasferimenti significativi del rischio, al fine di renderlo più efficiente, trasparente e coerente.

14. Conclusione

Il nuovo quadro dell'UE per le cartolarizzazioni è diventato applicabile solo nel 2019 e alcuni nuovi elementi sono stati aggiunti nell'aprile 2021. La piena attuazione del quadro è ancora in corso e alcune norme tecniche di regolamentazione sono ancora in fase di elaborazione. Analogamente, come dimostrano ad esempio le questioni relative all'ambito di applicazione giurisdizionale, sia i partecipanti al mercato che le autorità di vigilanza sono ancora in procinto di tradurre nella pratica le disposizioni giuridiche.

³⁶ Relazione sull'armonizzazione delle pratiche e dei processi per i trasferimenti significativi del rischio ai fini dell'atto delegato di cui all'articolo 244, paragrafo 6, e all'articolo 245, paragrafo 6, del CRR, <https://www.eba.europa.eu/eba-calls-european-commission-harmonise-significant-risk-transfer-assessment-securitisation>.

La Commissione ritiene pertanto che sia necessario più tempo per ottenere una panoramica completa dell'impatto del nuovo quadro per le cartolarizzazioni. Ciò è tanto più vero in quanto fattori esterni straordinari come la pandemia di COVID-19 e la politica monetaria accomodante adottata dalle banche centrali durante tale periodo potrebbero aver svolto un ruolo significativo nel modo in cui il mercato delle cartolarizzazioni dell'UE si è sviluppato o meno dall'entrata in applicazione del nuovo quadro.

Ciò detto, questo riesame giuridicamente obbligatorio rappresenta una buona opportunità per tracciare un bilancio preliminare e per decidere se vi siano ambiti che richiedono un'azione immediata. Tenuto conto di tutti i contributi ricevuti, la Commissione ritiene che il regolamento sulle cartolarizzazioni contribuisca in modo significativo al conseguimento dell'obiettivo fondamentale della legislazione del 2017 di creare un mercato delle cartolarizzazioni dell'UE che consenta di finanziare l'economia senza creare rischi per la stabilità finanziaria. La nuova etichetta STS costituisce un elemento fondante a tal fine e contribuisce a eliminare la stigmatizzazione di cui hanno risentito i mercati delle cartolarizzazioni dell'UE a seguito della grande crisi finanziaria. Nel complesso, il mercato sembra funzionare abbastanza bene, anche se non pare siano state ancora soddisfatte le aspettative circa un mercato altamente dinamico, caratterizzato da un aumento dei volumi e da un numero crescente di partecipanti.

Tuttavia da questo primo bilancio ufficiale del nuovo quadro per le cartolarizzazioni è anche emersa una serie di problemi associati a quest'ultimo e che si ritiene siano tra i motivi che hanno concorso a una crescita del mercato delle cartolarizzazioni dell'UE finora non all'altezza delle aspettative dei suoi promotori.

Per quanto riguarda il trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni, che molti portatori di interessi del settore ritengono caratterizzato da una maggiore cautela rispetto a quello di prodotti comparabili con un profilo di rischio analogo, la Commissione ha presentato una richiesta di parere al comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza affinché analizzi la situazione in modo più approfondito. Una volta ricevuto tale parere, la Commissione valuterà se vi sia motivo di apportare adeguamenti.

Le preoccupazioni relative all'altra parte del nuovo quadro, il regolamento sulle cartolarizzazioni, sono principalmente incentrate sul fatto che, secondo i partecipanti al mercato, il rispetto degli attuali obblighi di trasparenza richiede molte risorse senza produrre un grande valore aggiunto per l'investitore, in particolare nel caso delle operazioni private. Nel complesso, la Commissione riconosce che vi sono margini di miglioramento, ma ritiene che per le carenze individuate nel riesame si potrebbero apportare miglioramenti senza necessariamente modificare il regolamento sulle cartolarizzazioni. In quest'ottica, la Commissione invita l'ESMA a rivedere le norme tecniche di regolamentazione e di attuazione che definiscono nel dettaglio il regime in materia di trasparenza.

Per quanto riguarda il quadro per le cartolarizzazioni verdi, il mandato giuridico solleva, al momento giusto, la questione di come sfruttare la cartolarizzazione per sostenere il finanziamento della transizione verso un'economia dell'UE sostenibile, evitando nel contempo i rischi di greenwashing. La Commissione concorda con la relazione dell'ABE sul fatto che non è necessario un marchio distinto per le cartolarizzazioni verdi nel breve e medio periodo e invita invece i colegislatori ad affrontare la questione in modo appropriato nei negoziati in corso sull'istituzione di una EuGBS. Secondo la Commissione, offrire al mercato delle cartolarizzazioni l'opportunità di svolgere un ruolo nella transizione verde non solo è essenziale per aumentare ulteriormente i benefici della cartolarizzazione per la società, ma è anche necessario per sostenere lo sviluppo futuro dello stesso mercato delle cartolarizzazioni.

La Commissione mantiene il suo pieno impegno a favore dell'obiettivo di istituire un quadro per un mercato delle cartolarizzazioni dell'UE prospero e stabile. Tale mercato è un elemento imprescindibile di un'autentica Unione dei mercati dei capitali e potrebbe diventare ancora più importante per

affrontare le sfide del finanziamento dell'attività economica in un contesto di mercato molto più difficile, che al momento sembra essere in evoluzione. La Commissione continuerà pertanto a monitorare attentamente il mercato delle cartolarizzazioni e a intervenire, se e quando lo riterrà opportuno, per cogliere appieno i vantaggi di un mercato delle cartolarizzazioni fiorente per l'UE.