



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 28.5.2010
COM(2010)262 definitivo

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

**II PREVISTO IMPATTO DELL'ARTICOLO 122 BIS DELLA DIRETTIVA
2006/48/CE**

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO EUROPEO

II PREVISTO IMPATTO DELL'ARTICOLO 122 BIS DELLA DIRETTIVA 2006/48/CE

1. La cartolarizzazione è un modello di business in cui un emittente¹ trasferisce ad investitori, sotto forma di segmenti, prestiti ed altre attività che presentano un rischio di credito. Questi segmenti rappresentano diritti di diverso grado sulle attività cartolarizzate; il grado determina in che ordine le perdite che si verificano sulle attività cartolarizzate interessano gli investitori che hanno acquistato i vari segmenti. Dall'estate del 2007, a seguito dell'emersione di forti perdite imprevedute sulle cartolarizzazioni di prestiti ipotecari, i mercati delle cartolarizzazioni versano in una situazione di forte crisi e il loro recupero è solo lento e parziale. Dato che questa crisi ha avuto un profondo impatto sul sistema finanziario e l'economia nel suo insieme, è fondamentale che la regolamentazione si occupi delle cause di fondo delle forti perdite imprevedute che hanno colpito talune cartolarizzazioni. Una causa di fondo può essere la mancanza di pratiche solide di sottoscrizione di prestiti da parte degli emittenti; questo comportamento va collegato al fatto che gli investitori professionali² che hanno acquistato segmenti di cartolarizzazione non hanno esercitato la dovuta diligenza nei loro investimenti e pertanto non hanno imposto un'effettiva disciplina agli emittenti.
2. L'articolo 122 bis³ (nel seguito "l'articolo") impone agli enti creditizi dell'Unione europea determinati obblighi volti a garantire che essi investano in cartolarizzazioni solo laddove hanno applicato in modo appropriato la dovuta diligenza e che i cedenti siano incentivati ad agire con diligenza nella sottoscrizione dei prestiti da cartolarizzare. L'articolo obbliga inoltre gli enti creditizi – laddove agiscono essi stessi in qualità di cedenti – a pubblicare le informazioni pertinenti necessarie per la dovuta diligenza degli investitori. L'articolo è stato sottoposto a modifiche consistenti durante il processo legislativo e, anche a causa delle difficoltà in cui versavano i mercati delle cartolarizzazioni, non vi è stata alcuna valutazione dell'impatto degli obblighi da esso previsti nella sua versione finale. In particolare, durante il processo legislativo sono state espresse preoccupazioni circa l'efficacia di una delle sue disposizioni, ovvero l'obbligo per gli emittenti di cartolarizzazioni di mantenere un'esposizione alla loro cartolarizzazione ("il requisito di mantenimento") in modo tale da essere incentivati ad esercitare prudenza nella concessione dei prestiti. Queste preoccupazioni hanno portato all'inclusione della seguente disposizione:

¹ Per ragioni di convenienza la presente relazione utilizza il termine "emittente" in quanto le banche realizzano entrambe queste attività, anche se *stricto sensu* i titoli sono emessi da società veicolo e l'emittente tecnicamente è il promotore o il cedente ai sensi della direttiva.

² L'esposizione degli investitori al dettaglio verso segmenti di cartolarizzazioni è stata solo indiretta e molto limitata; nei casi in cui hanno comprato prodotti finanziari contenenti segmenti di cartolarizzazioni avrebbero sottovalutato i rischi a causa sia delle pratiche di vendita sia dell'inadeguata trasparenza dei prodotti.

³ Cfr. l'allegato che contiene un estratto del testo della direttiva.

"Entro il 31 dicembre 2009 la Commissione presenta una relazione sull'impatto previsto dell'articolo 122 bis e la presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, corredandola eventualmente delle opportune proposte. La Commissione redige la sua relazione previa consultazione del comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria. La relazione esamina, in particolare, se il requisito minimo di mantenimento di cui all'articolo 122 bis, paragrafo 1, soddisfi l'obiettivo di un miglior allineamento fra gli interessi dei cedenti o dei promotori e degli investitori, rafforzando quindi la stabilità finanziaria e se un aumento del livello minimo di mantenimento, tenendo in considerazione gli sviluppi internazionali, sarebbe appropriato."⁴

3. Di conseguenza la presente relazione contiene una valutazione di alto livello dell'impatto globale dell'articolo 122 bis (parte 1 della relazione) ed esamina poi la questione dell'efficacia del requisito di mantenimento e dell'opportunità di aumentarne il livello minimo (parte 2). Nella parte 3 della relazione sono espone le conclusioni. In un allegato alla presente relazione si esaminano i suggerimenti tecnici formulati dal CEBS per migliorare aspetti specifici del requisito di mantenimento. La Commissione fa notare di essere tenuta a redigere la presente relazione prima della scadenza del termine per il recepimento del requisito in questione nella legislazione degli Stati membri. La presente relazione esamina di conseguenza l'impatto *previsto* del requisito e i pro e i contro *previsti* di un incremento del livello minimo, ma non può basarsi su esperienze concrete derivanti dalla sua applicazione.

1. IL PREVISTO IMPATTO COMPLESSIVO DELL'ARTICOLO 122 BIS

4. Il previsto impatto dell'articolo 122 bis deve essere valutato a fronte della situazione in cui versano al momento i mercati delle cartolarizzazioni. Prima della crisi la cartolarizzazione era ampiamente apprezzata come un elemento di stabilizzazione del sistema finanziario. Veniva considerata come una componente fondamentale di un processo di allocazione del credito più efficiente, che consentiva di ripartire il rischio di credito tra un gruppo più ampio e diversificato di investitori anziché concentrarlo nei bilanci delle banche. Si pensava che grazie alle cartolarizzazioni il sistema bancario e finanziario nel suo insieme sarebbe diventato più resistente, sarebbero stati evitati fallimenti bancari di massa, i cicli creditizi sarebbero diventati più regolari. Contrariamente al previsto è però emerso che il grado di dispersione del rischio era lungi dall'essere ideale e che spesso erano altre banche a detenere le cartolarizzazioni, direttamente o indirettamente, senza spesso comprendere adeguatamente il rischio cui le esponeva questa diversificazione dei loro investimenti.
5. La cartolarizzazione ha dato inoltre luogo a gravi problemi nel rapporto mandante/agente a causa di un disallineamento degli incentivi tra emittenti e investitori ultimi. Con il trasferimento dei rischi lungo la catena, coloro che si trovavano nella posizione migliore per mantenere standard prudenti in materia di sottoscrizione e monitoraggio dei prestiti si sono concentrati piuttosto sulla massimizzazione delle commissioni. Inoltre molti degli investitori alla fine della catena hanno mancato di esercitare in modo adeguato la diligenza dovuta e si sono

⁴ Cfr. articolo 156, nono comma.

affidati eccessivamente alle valutazioni del rischio delle agenzie di rating del credito. Questo eccessivo affidamento ai rating del credito è ascrivibile alla crescente complessità dei prodotti e alla crescente difficoltà di dotarsi di capacità analitiche interne. A livello delle agenzie di rating, per l'assegnazione dei rating venivano spesso utilizzati metodologie e dati errati, e gli investitori che vi si affidavano non sempre disponevano di capacità analitiche ed informazioni sufficienti per metterli in discussione e valutare loro stessi gli investimenti.

6. L'emissione lorda di cartolarizzazioni a livello mondiale è cresciuta vertiginosamente passando da un livello pressoché nullo all'inizio degli anni '90 a quasi 5 000 miliardi di dollari nel 2006. Da allora, i volumi sono scesi drasticamente. Di fatto negli USA le cartolarizzazioni private di prestiti ipotecari (in opposizione a quelle promosse dall'amministrazione pubblica) hanno registrato un crollo quasi totale, che è stato parzialmente compensato dall'impennata delle emissioni europee, composte tuttavia quasi esclusivamente da titoli mantenuti dagli emittenti ai fini del loro utilizzo come garanzia per accedere alle linee di liquidità della banca centrale. L'emissione di cartolarizzazioni non garantite da proprietà immobiliari ha continuato ad essere piuttosto robusta, anche in questo caso ai fini del ricorso al supporto delle linee di credito delle banche centrali. D'altra parte, sebbene sia previsto un deterioramento della performance dei prestiti sottesi alla maggior parte delle cartolarizzazioni non ipotecarie⁵, gli investitori professionali non sembrano avere grossi problemi con questi titoli. Questa relativa tranquillità potrebbe essere largamente dovuta alla convinzione di avere una migliore comprensione delle strutture e della dinamica di performance e al fatto che gli emittenti mantengano un forte interesse finanziario, ovvero conservino una parte del rischio delle esposizioni che cartolarizzano.
7. In questo contesto la Commissione prevede che l'impatto dell'articolo 122 bis sulle cartolarizzazioni sarà positivo. L'articolo contribuirà ad allineare maggiormente gli incentivi degli emittenti e degli investitori ed in tal modo a rendere le cartolarizzazioni più solide e ad instillare nuova fiducia in questa fonte di finanziamento. Come conseguenza ultima potrebbe determinare un ritorno delle cartolarizzazioni in grandi volumi, come fonte di rifinanziamento dei prestiti del settore finanziario all'economia reale, impedendo tuttavia gli eccessi emersi nel corso della crisi⁶. L'approccio dell'articolo 122 bis si articola su tre direttrici: in primo luogo le banche che investono debbono adottare una serie di misure nel quadro della diligenza dovuta (e le autorità di vigilanza debbono verificarne l'adozione). Tra queste misure obbligatorie rientrano l'esecuzione di stress test sui titoli acquistati e la presa in considerazione del portafoglio sottostante i prestiti. In secondo luogo, le banche cedenti devono garantire che le informazioni necessarie per assolvere in modo adeguato la diligenza dovuta siano messe a disposizione degli investitori. In terzo luogo gli emittenti di cartolarizzazioni devono mantenere un interesse economico non inferiore al 5% nelle loro cartolarizzazioni. Tutte le tre direttrici dell'approccio mirano insieme a garantire un allineamento degli interessi di investitori e cedenti, assicurando

⁵ Ad esempio i crediti delle carte di credito o i prestiti per acquisto di auto.

⁶ Si noti che i requisiti si applicheranno solo alle nuove emissioni e dopo un periodo di grazia anche alle cartolarizzazioni salvaguardate (*grandfathered*) che sono "rialimentate" con nuovi prestiti da cartolarizzare.

- che gli investitori non investano ciecamente in prodotti che non capiscono;
- che gli investitori siano in grado di esercitare una disciplina sugli emittenti; e
- che anche i cedenti mantengano capitale a rischio e non siano incentivati a cartolarizzare i prestiti in sofferenza.

8. Se da un lato determinerà vantaggi in quanto consentirà di allineare gli incentivi ed evitare un'assunzione eccessiva di rischio, l'articolo 122 bis implicherà dall'altro taluni costi aggiuntivi per le cartolarizzazioni. Questi costi derivano dal fatto che gli emittenti dovranno pubblicare informazioni, che gli investitori dovranno spendere risorse per la diligenza dovuta ed infine che gli emittenti dovranno finanziare l'esposizione alle loro cartolarizzazioni. La Commissione prevede che questi costi aggiuntivi siano più elevati per i modelli di business le cui pratiche in materia di informativa, diligenza dovuta e mantenimento del rischio erano inadeguate prima della crisi. Tuttavia nessuno di questi costi aggiuntivi può essere considerato pari a perdite di welfare per la collettività. Una parte di essi sono piuttosto costi sostenuti da un operatore economico che altrimenti sarebbero stati pagati da un altro operatore economico. In particolare, investendo nelle proprie cartolarizzazioni, l'emittente si limita a sostenere costi in termini di rifinanziamento e potenziali perdite creditizie che altrimenti sarebbero state a carico degli investitori che acquistano cartolarizzazioni. Di conseguenza il mantenimento da parte dell'emittente comporta costi reali solo se l'emittente ha costi di finanziamento particolarmente elevati a causa del mantenimento di taluni rischi della cartolarizzazione, il che può accadere per taluni emittenti di cartolarizzazioni che non siano banche. In tali circostanze potrebbe esservi scarsa concorrenza tra i prestatori, il che potrebbe comportare un costo reale di mantenimento del rischio.

9. In particolare, l'informativa e la diligenza dovuta comportano operazioni che generano costi reali per il modello di business della cartolarizzazione. Mentre nell'attività bancaria normale una banca valuta i prestiti e ne decide la concessione, tenendo il prestito nel suo portafoglio fino alla scadenza, il modello della cartolarizzazione fa intervenire quanto meno l'investitore come ulteriore parte che deve effettuare un esame supplementare alla luce delle informazioni offerte dall'emittente. Questi costi sono inevitabili se si vuole applicare il modello della cartolarizzazione in modo sano e la direttiva, imponendo uno standard minimo per l'informativa e la diligenza dovuta, aumenta il costo della cartolarizzazione solo nei casi in cui l'attività altrimenti non sarebbe stata eseguita con il debito rigore. Per tale ragione i costi delle operazioni aggiuntive sostenuti dagli emittenti e dagli investitori, insieme a quelli della vigilanza pubblica sul rispetto degli obblighi, sono bilanciati dai vantaggi sociali derivanti da un modello di cartolarizzazione più solido.

2. EFFICACIA DEL REQUISITO MINIMO DI MANTENIMENTO

10. In linea con la consulenza ricevuta dal CEBS, la Commissione ritiene che non vi sia un unico livello o un'unica forma ottimale⁷ di mantenimento per tutte le cartolarizzazioni. Poiché l'obiettivo del mantenimento di un interesse da parte

⁷ Ad esempio il segmento "first loss" o altri segmenti di una cartolarizzazione.

dell'emittente è allineare il suo interesse con quello dell'investitore, il principale fattore che determina il livello ottimale di mantenimento è il potenziale disallineamento degli incentivi esistente in una determinata cartolarizzazione. Tale disallineamento dovrebbe essere considerato in termini di opportunità per l'emittente di scegliere le attività, combinarle in una cartolarizzazione e strutturare l'operazione in modo da migliorare i propri profitti a spese degli investitori. La questione decisiva è in che misura l'investitore sia in grado di capire il profilo di rischio e di rendimento della cartolarizzazione. Considerando il caso estremo in cui gli investitori potenziali non abbiano alcuna informazione e comprensione del rischio e del rendimento della cartolarizzazione, la soluzione ottimale sarebbe che il potenziale emittente mantenesse tutti i rischi e i rendimenti delle attività stesse, ovvero non ricorresse alla cartolarizzazione. Altrimenti l'emittente potrebbe avere un forte incentivo ad ingannare gli investitori ignoranti in merito ai rischi reali.

11. Se, nell'altro caso estremo, l'emittente non avesse alcun vantaggio informativo rispetto all'investitore per quanto riguarda i rischi di ogni attività sottostante, non potrebbe verificarsi un disallineamento degli interessi e non sarebbe necessario che l'emittente mantenga una percentuale del rischio. Ovviamente, nessuno dei due casi estremi si verifica nella vita reale. Ma è certo che l'emittente avrà quasi sempre un vantaggio comparativo nei confronti dell'investitore quando si tratta di accesso alle informazioni e capacità di valutarle. L'emittente sarà spesso lui stesso all'origine dei prestiti e possibilmente avrà anni di esperienza nel segmento di mercato rilevante, mentre ad un investitore potrà capitare di comprare una cartolarizzazione di questi prestiti per includerla in un portafoglio diversificato.
12. Al fine di compensare lo svantaggio comparativo strutturale dell'investitore in termini di accesso alle informazioni e capacità di valutarle, il mantenimento di una percentuale sarà importante per allineare gli interessi. L'importo e la forma adeguati del mantenimento dipendono tuttavia dall'entità dello svantaggio. Ogni cartolarizzazione produce una determinata asimmetria informativa, in funzione ad esempio dei tipi di attività sottostanti, che possono variare dai prestiti a società che pubblicano informazioni finanziarie esaurienti ai prestiti al dettaglio o prestiti per il finanziamento di progetti strutturati complessi per i quali il pubblico dispone di poche informazioni. Pertanto per ottenere un allineamento degli interessi che compensi le asimmetrie d'informazione può essere necessario un livello di mantenimento diverso a seconda della cartolarizzazione. In ogni caso specifico l'importo e la forma ottimali del mantenimento dipenderanno da una serie di fattori di tipo qualitativo o di difficile misurazione, cosicché non è possibile ricorrere a formule per fissare nella direttiva il livello ottimale.
13. Di conseguenza la direttiva impone un livello minimo di mantenimento moderato e prescrive agli investitori di valutare esplicitamente la politica di mantenimento adottata dall'emittente. Ciò significa a sua volta che gli investitori dovrebbero astenersi dal comprare cartolarizzazioni in cui il livello di mantenimento, pur soddisfacendo il requisito minimo del 5%, sia insufficiente alla luce della trasparenza dei rischi sottostanti. Di conseguenza i livelli effettivi di mantenimento potrebbero essere più elevati del minimo richiesto.
14. La considerazione che i livelli di mantenimento dovrebbero variare da una cartolarizzazione all'altra è coerente con l'ampia gamma di livelli di mantenimento esistenti nella realtà, che variano da quasi zero al 100%, nel qual caso le attività

sottostanti possono essere pienamente garantite dall'emittente. Dati dettagliati in merito ai livelli di mantenimento, differenziati in funzione del tipo di operazione e dell'origine, sono contenuti nella relazione del CEBS. Per quanto riguarda l'impatto del requisito di mantenimento, occorre notare che non impone vincoli aggiuntivi alle cartolarizzazioni in cui i livelli di mantenimento sono già superiori al 5% indipendentemente da detto requisito. Tuttavia da un punto di vista politico è importante riconoscere che vi sono elementi che suggeriscono che nell'euforia precedente la crisi i livelli di mantenimento per taluni tipi di cartolarizzazioni sono scesi a livelli che appaiono insostenibilmente bassi alla luce dello svantaggio strutturale degli investitori per quanto riguarda il possesso di informazioni⁸. Di conseguenza un livello minimo di mantenimento regolamentare appare molto indicato come meccanismo di sostegno per migliorare la robustezza del mercato nelle fasi in cui si creano bolle. Tuttavia questo minimo regolamentare non dovrebbe essere troppo elevato. Per le cartolarizzazioni relativamente trasparenti in cui lo svantaggio degli investitori sotto il profilo delle informazioni è modesto, il requisito minimo del 5% può rappresentare effettivamente il livello adeguato. In tali casi un requisito minimo più elevato potrebbe costituire un vincolo regolamentare superfluo per i partecipanti al mercato. Un requisito minimo inutilmente elevato può comportare costi reali se diversi emittenti potenziali di cartolarizzazioni hanno costi di finanziamento nettamente diversi. In tal caso un requisito più elevato del necessario potrebbe far sì che taluni emittenti diversi da banche non considerino più le cartolarizzazioni come un modello di business allettante e che di conseguenza lascino il mercato e riducano così la concorrenza tra i prestatori.

3. CONCLUSIONI

15. In termini di impatto complessivo, la Commissione prevede che l'articolo 122 bis contribuirà ad allineare maggiormente gli incentivi degli emittenti e degli investitori e che in tal modo renderà più solide le cartolarizzazioni ed instillerà nuova fiducia in questa fonte di finanziamento. Come conseguenza ultima esso determinerà un ritorno delle cartolarizzazioni in grandi volumi come fonte di rifinanziamento dei prestiti del settore finanziario all'economia reale, impedendo tuttavia gli eccessi emersi nel corso della crisi. Per quanto riguarda la questione specifica dell'efficacia del livello minimo di mantenimento, la Commissione ritiene in conclusione che occorre mantenere l'attuale, moderato livello minimo del 5%, riconoscendo che gli investitori dovrebbero richiedere livelli di mantenimento più elevati a seconda della cartolarizzazione.
16. Pertanto l'articolo 122 bis, così come attualmente strutturato nel suo complesso, dovrebbe consentire di raggiungere l'obiettivo perseguito. Infine la Commissione tiene ad attirare l'attenzione su una serie di punti tecnici sollevati dal CEBS che sono trattati brevemente nell'allegato alla presente relazione. La Commissione ritiene che in questo contesto non vi sia alcuna necessità immediata di proporre modifiche legislative all'articolo 122 bis. Tuttavia essa controllerà attentamente gli sviluppi internazionali in questo settore, poiché anche altri paesi al di fuori dell'UE sono interessati ad introdurre requisiti simili all'articolo 122 bis, compresi i requisiti di

⁸ Cfr. Franke, G., and Krahen, J.P., (2008) "*The Future of Securitization*", o la relazione dell'FMI sulla stabilità finanziaria mondiale dell'ottobre 2009.

mantenimento. Via via che vi saranno ulteriori sviluppi, la Commissione garantirà che l'articolo 122 bis venga esaminato anche alla luce delle eventuali soluzioni diverse trovate in altri paesi.

Allegato – Punti tecnici individuati dal CEBS

A) METODI DI MANTENIMENTO

- (1) Il CEBS raccomanda una modifica dei metodi di mantenimento che consenta il mantenimento di una quota del rischio di ciascuna delle esposizioni cartolarizzate anziché il mantenimento di esposizioni verso i segmenti venduti agli investitori. Ciò è già previsto dall'articolo 122 bis, paragrafo 1, lettera b), ma solo nel caso specifico di "cartolarizzazioni di esposizioni rotative". Varrebbe la pena valutare una modifica dell'articolo che consenta un uso più ampio di questo metodo di mantenimento nel contesto della preparazione di una futura direttiva di modifica.

B) ESENZIONI

- (2) Una serie di esenzioni dall'applicazione del requisito di mantenimento di cui all'articolo 122 bis sono elencate al paragrafo 3 dello stesso articolo. In particolare una cartolarizzazione è esentata quando le esposizioni cartolarizzate sono costituite da crediti o crediti potenziali verso i) amministrazioni centrali o banche centrali, amministrazioni regionali, autorità locali ed enti del settore pubblico degli Stati membri; ii) enti cui è attribuito un fattore di ponderazione del rischio uguale o inferiore al 50% ai sensi degli articoli da 78 a 83; o iii) le banche multilaterali di sviluppo che presentano un rischio di credito comparabile alle banche centrali.
- (3) Analogamente, la direttiva prevede che il requisito di mantenimento non si applichi: i) alle operazioni basate su un indice chiaro, trasparente e accessibile, quando gli enti di riferimento sottostanti sono identici a quelli che costituiscono un indice di enti oggetto di negoziazione diffusa oppure sono costituiti da altri titoli scambiabili, diversi dalle posizioni inerenti a cartolarizzazione; e ii) ai prestiti sindacati, ai crediti commerciali acquistati o ai credit default swaps, quando questi strumenti non sono utilizzati per strutturare e/o coprire una cartolarizzazione che rientra nell'ambito del requisito di mantenimento.
- (4) La logica alla base di queste esenzioni è che le cartolarizzazioni delle esposizioni elencate in precedenza non pongono problemi sul piano del disallineamento degli incentivi in quanto a) le attività cartolarizzate presentano un rischio particolarmente basso o b) l'emittente ha un margine di manovra ridotto per comporre la cartolarizzazione in modo svantaggioso per gli investitori poiché la composizione della cartolarizzazione è determinata dalla composizione di un indice. La menzione dei prestiti sindacati, dei crediti commerciali acquistati e dei credit default swaps in realtà non costituisce un'esenzione ma piuttosto chiarisce che questi tipi di strumenti non costituiscono di per sé cartolarizzazioni – a meno che siano effettivamente utilizzati per confezionare una cartolarizzazione – e pertanto non sono soggetti al requisito di mantenimento.
- (5) Pur non ritenendo che queste esenzioni costituiscano una possibilità di eludere indebitamente il requisito di mantenimento, il CEBS precisa che l'esenzione relativa agli enti con un fattore di ponderazione del rischio pari o inferiore al 50% può essere problematica. Il CEBS osserva che a norma degli articoli da 78 a 83 della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) le ponderazioni del rischio pari o inferiori al 50% sono

assegnate alle esposizioni di enti che ricevono un rating elevato da parte delle agenzie di rating e fa rilevare che la crisi attuale ha fatto capire che tali rating non sono affatto una garanzia della capacità dell'ente di rimborsare le sue obbligazioni creditizie. Analogamente il CEBS argomenta che le eccezioni relative alle amministrazioni regionali e alle banche multilaterali di sviluppo dovrebbero essere limitate alle esposizioni trattate come esposizioni verso le amministrazioni centrali e le banche centrali a causa del loro scarso rischio di inadempimento. La Commissione conviene che le esposizioni che beneficiano dell'esenzione non sono equivalenti in termini di profilo di rischio, sebbene la Commissione pensi che tendenzialmente tutte le esposizioni incluse nell'elenco soggetto ad esenzione presentano un rischio di credito relativamente basso. Si tratta di giudicare quale sia il grado accettabile di rischio per questa esenzione, ma il CEBS non ha approfondito questo aspetto. La Commissione condivide in linea di massima le preoccupazioni in merito all'utilizzo dei rating delle agenzie come misura del rischio, ma ritiene che non vi sia alcuna misura alternativa del rischio cui si possa far riferimento nella legislazione ad eccezione delle valutazioni proprie degli enti creditizi. Tutto considerato, la Commissione è dell'avviso che l'esenzione vigente debba essere mantenuta per mancanza di elementi che dimostrino chiaramente che il grado di rischio delle esposizioni in questione o i rating delle agenzie in quanto misura approssimativa della rischiosità di tali esposizioni siano inadeguati.

- (6) Il CEBS ritiene inoltre che nell'articolo 122 bis dovrebbe essere incorporata un'ulteriore esenzione volta ad impedire che le cartolarizzazioni basate sulle passività proprie di un ente, comprese le obbligazioni garantite le cui garanzie figurano nello stato patrimoniale dell'ente emittente, ricadano nell'ambito di applicazione dell'articolo 122 bis. La Commissione è dell'avviso che una cartolarizzazione di passività proprie delle banche, in particolare di obbligazioni garantite, rientrerebbe tipicamente nell'attuale esenzione per le esposizioni verso enti a meno che la banca in questione abbia una valutazione esterna e una qualità del credito particolarmente scadente⁹. Pertanto, considerato che l'attuale esenzione dovrebbe essere mantenuta, la Commissione non prenderà in considerazione di proporre questa esenzione aggiuntiva.

C) ULTERIORI DISPOSIZIONI E SALVAGUARDIE

- (7) Nella sua richiesta di un parere, la Commissione ha chiesto al CEBS se al testo dell'articolo 122 bis dovessero essere aggiunte ulteriori disposizioni e salvaguardie in modo da eliminare qualsiasi possibilità per gli emittenti di eludere il requisito di mantenimento. Una preoccupazione che la Commissione ha espresso in questo contesto riguarda la possibilità di strutturare le operazioni in modi che consentano di evitare l'applicazione del requisito di mantenimento, in particolare tramite un sistema di commissioni o premi. Il CEBS argomenta in questo contesto che è impossibile tenere conto di tutti i fattori che potrebbero pregiudicare l'efficacia del requisito di mantenimento. Pertanto secondo il CEBS tali preoccupazioni dovrebbero essere fugate tramite l'obbligo di pubblicazione delle strutture di commissioni e remunerazioni in modo che gli investitori possano valutarne l'impatto sugli interessi del cedente.

⁹ L'esenzione prevista per i crediti verso enti di cui al paragrafo 3, lettera c).

- (8) La Commissione conviene con il CEBS che è difficile escludere per legge qualsiasi tentativo da parte dell'emittente di eludere il requisito del livello minimo di mantenimento del 5%. Come già indicato nella presente relazione, la diligenza dovuta da parte degli investitori ha un ruolo fondamentale e dovrebbe riguardare anche la politica di mantenimento adottata nelle singole cartolarizzazioni. Spetta agli enti creditizi che investono esercitare la dovuta diligenza richiesta dall'articolo 122 bis, paragrafo 4, lettere a), e b), in merito sia al meccanismo di mantenimento sia al profilo di rischio più ampio di un'operazione, inclusi i rischi generati da strutture di commissioni inusuali; le autorità di vigilanza devono da parte loro garantire che ciò venga fatto in modo efficace. La Commissione è del parere che gli obblighi di dovuta diligenza dell'articolo 122 bis possono costituire una base sufficiente per assicurare che gli investitori agiscano con prudenza in questo ambito e le autorità di vigilanza potrebbero elaborare ulteriori orientamenti a tal fine.
- (9) In un contesto diverso il CEBS osserva che l'articolo 122 bis non specifica il meccanismo preciso per l'applicazione dei requisiti di comunicazione ed in particolare che l'attuale formulazione si limita a prescrivere che i cedenti "comunicano esplicitamente" di rispettare il requisito di mantenimento. Il CEBS teme che questa formula consenta margini interpretativi troppo ampi. Il CEBS raccomanda pertanto che la Commissione consideri se il linguaggio utilizzato sia sufficientemente rigoroso per raggiungere gli obiettivi perseguiti, tenuto conto specialmente che questo requisito dovrebbe essere soddisfatto su base continuativa. La Commissione conviene che il testo di compromesso su cui ci si è accordati nel processo legislativo non impone un obbligo direttamente all'emittente della cartolarizzazione, bensì indirettamente tramite l'investitore. La Commissione ricorda in questo contesto che si è fatta la scelta consapevole di richiedere agli investitori di assicurare che gli emittenti mantengano l'esposizione poiché gli emittenti delle cartolarizzazioni che finiscono nei portafogli di investimento europei possono non essere loro stessi soggetti alla legislazione europea. Alla luce di questo problema, si è trovato un testo di compromesso che fosse efficace anche per le cartolarizzazioni prodotte al di fuori dell'UE ma nel contempo non addossasse oneri indebiti all'investitore europeo. In particolare, il requisito deve essere visto anche in questo caso nel contesto dell'obbligo aggiuntivo prescritto all'investitore di analizzare l'impegno effettivo del cedente. La Commissione conviene che la questione della necessità di imporre all'emittente obblighi più chiari merita tuttavia maggiore considerazione e ritiene che possa trovare risposta negli sviluppi internazionali in atto che potrebbero determinare l'introduzione di un requisito di mantenimento anche in altri grandi paesi. La Commissione continuerà pertanto ad occuparsi di questa questione monitorando gli sviluppi pertinenti al di fuori dell'UE.

D) STRUTTURE DI GRUPPO

- (10) Per quanto riguarda le strutture di gruppo, il CEBS fa notare che in termini assoluti il principio dell'applicazione del requisito di mantenimento ai livelli sia individuale che consolidato continua ad essere la norma, mentre il requisito di mantenimento può essere soddisfatto a livello consolidato quando i cedenti o i promotori appartengono allo stesso gruppo. Quest'ultima possibilità è subordinata ad una serie di condizioni stringenti. Ad esempio il requisito di mantenimento non è obbligatorio a livello individuale nel caso di un ente specializzato che non è direttamente all'origine delle esposizioni cartolarizzate ma appartiene allo stesso gruppo degli enti che ne sono all'origine. Il CEBS osserva che potrebbe prodursi arbitraggio regolamentare nei

gruppi transfrontalieri in cui vari enti sono situati in paesi diversi ma ritiene che gli orientamenti attuativi che il CEBS adotterà prossimamente in materia di convergenza della vigilanza dovrebbero affrontare questo punto.

- (11) Il CEBS richiama l'attenzione sul problema aggiuntivo che l'ente che mantiene l'interesse nella cartolarizzazione per conto di altri enti del gruppo possa essere estromesso dal gruppo, ad esempio tramite una vendita. Il CEBS fa notare che in tal caso gli altri enti del gruppo dovrebbero rimediare a questo problema acquistando nuovamente l'esposizione alla cartolarizzazione in modo da poter continuare a rispettare il requisito di mantenimento. Una volta che ciò sia accaduto, il requisito di mantenimento dovrebbe nuovamente raggiungere il suo obiettivo.