

GIURI | METRICA

RIVISTA DI DIRITTO, BANCA E FINANZA

ANNO 6
NUMERO 2
LUGLIO/DICEMBRE
2022

ISSN 2785-2547

Riflessioni a margine dell'adozione di nuovi regulatory technical standards relativamente al mantenimento dell'interesse economico netto nelle operazioni di cartolarizzazione NPE

SOMMARIO: 1. Principali caratteristiche delle cartolarizzazioni di NPE - 2. Ricostruzione del quadro di riferimento - 3. Gli elementi chiave della normativa regolamentare speciale di livello primario in materia di cartolarizzazioni di NPE - 4. I nuovi regulatory technical standards - 5. Considerazioni finali

1. *Principali caratteristiche delle cartolarizzazioni di NPE* - Le cc.dd. cartolarizzazioni di “*non performing exposures*” o, in breve, “NPE”, sono operazioni di cartolarizzazione tradizionali che hanno per sottostante attivi composti esclusivamente o quasi esclusivamente da esposizioni deteriorate, vale a dire prestiti bancari e altre esposizioni finanziarie per le quali il debitore è inadempiente o è altamente probabile che lo diventi in un prossimo futuro¹.

Sebbene strutturalmente simili alle cartolarizzazioni di crediti *in bonis*, le cartolarizzazioni di NPE se ne differenziano principalmente per le caratteristiche degli attivi sottostanti.

Nelle operazioni di cartolarizzazione di crediti *in bonis*, le relative esposizioni sono cedute dall'*originator* alla società di cartolarizzazione sostanzialmente alla pari e il tipo di rischio assunto dai relativi investitori è tipicamente il rischio di credito verso i debitori ceduti. Non a caso, il principale criterio adottato ai fini della suddivisione dei titoli di cartolarizzazione in classi di crescente livello di rischio (*senior*, *mezzanine* e *junior*) è l'indice di *default* atteso, vale a dire la probabilità di perdite attese conseguenti all'insolvenza dei debitori ceduti.

* Partner di iLS (Milan)

** Founding partner del network iLS e presidente di iLS (Milan)

¹ Ai sensi all'articolo 178, paragrafo 1, del Regolamento (UE) n. 575/2013, un debitore è da intendersi inadempiente allorché non riesca a rimborsare il capitale e/o gli interessi alla scadenza e tale mancato pagamento continui per un determinato periodo di tempo, che può essere di 90 o 180 giorni a seconda delle decisioni delle Autorità di vigilanza nazionali, in relazione al settore di riferimento (esposizioni garantite da beni immobili residenziali o esposizioni garantite da beni immobili non residenziali di PMI nella classe delle esposizioni al dettaglio) e al tipo di esposizione (esposizioni verso organismi del settore pubblico).

Al contrario, nelle operazioni di cartolarizzazione di NPE, il valore di scambio delle esposizioni sottostanti riflette il residuo valore di recupero atteso attualizzato e le perdite già consolidate. Conseguentemente, il prezzo a cui gli NPE vengono ceduti dall'*originator* alla società di cartolarizzazione incorpora di regola un notevole sconto rispetto al loro valore nominale. Essendosi, in questo scenario, il rischio di credito già materializzato, il principale rischio ripartito tra le varie classi di investitori di un'operazione di cartolarizzazione di NPE è collegato all'efficacia e tempestività dell'azione di recupero che, a sua volta, dipende dal valore dei beni in garanzia e dalle capacità del gestore (*servicer*) preposto al c.d. "workout" delle posizioni cartolarizzate.

Così definiti, seppur sommariamente, gli elementi qualificanti delle cartolarizzazioni di NPE, ci sia permessa una rapida digressione sul contesto storico in cui si inserisce il dibattito che ha poi portato all'adozione di una disciplina regolamentare *ad hoc* per questo tipo di operazioni.

2. Ricostruzione del quadro di riferimento - A seguito delle crisi finanziarie che si sono succedute nel corso degli ultimi decenni², i bilanci delle banche europee hanno accumulato ingenti quantità di NPE e altri ancora potrebbero generarsi per effetto della crisi energetica innescata dalla guerra tra Russia e Ucraina. Data l'entità attuale e prospettica di tale *stock*, l'accumulo di NPE è assunto a rischio sistemico in grado di interrompere il flusso di credito all'economia reale e di precludere in ultima analisi la crescita dell'economia continentale. Ciò ha sollecitato una serie di interventi delle autorità europee e nazionali a vari livelli con l'obiettivo di contenere l'emersione di nuovi NPE per quanto possibile³, promuovere il rapido smaltimento degli NPE accumulati e verificare tramite i cc.dd. *stress tests*⁴ la stabilità finanziaria del sistema bancario europeo in scenari di crisi conseguenti all'aumento delle masse di NPE a bilancio⁵.

² Si pensi alla crisi finanziaria del 2008-09 legata ai cc.dd. mutui *sub-prime*, alla crisi dell'euro del 2010 e, ancora, a quella innescata dalla pandemia del COVID-19.

³ Si pensi alla "Comunicazione della Commissione: Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19" (2020/C 91 I/01) a livello europeo, e per quanto riguarda l'Italia, al decreto-legge n. 23 dell'8 aprile 2020 (c.d. "Decreto Liquidità").

⁴ In conformità a quanto previsto, in particolare, dall'articolo 100 della Direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi (c.d. CRD IV) e articolo 290 del Regolamento (UE) 575/2013.

⁵ A tal proposito, si vedano gli Orientamenti dell'ABE sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni, pubblicati nell'ottobre del 2018 (disponibili in lingua italiana al seguente indirizzo web: www.eba.europa.eu) dove si prevede che laddove il rapporto tra crediti deteriorati

Nell'ottica di un più rapido ed efficace smobilizzo dei portafogli di NPE, in particolare, la tecnica della cartolarizzazione, aggregando un'ampia platea di investitori con profili di rischio diversi, è apparsa in grado di aggregare in singole operazioni volumi molto più elevati rispetto a quelli che possono essere raggiunti tramite operazioni di dismissione su base bilaterale (vale a dire con controparte unica diretta).

Ciò detto, il ritmo di riduzione degli NPE in Europa⁶ è stato relativamente lento negli anni scorsi a causa di una serie di ostacoli strutturali del mercato di riferimento⁷ e alcune disfunzionalità del regime regolamentare applicabile alle cartolarizzazioni di NPE. Sotto quest'ultimo profilo, la normativa europea di settore è stata modellata nel tempo avendo come paradigma le operazioni di

lordi e il totale dei crediti erogati da un ente creditizio (c.d. NPE ratio) superi la soglia del 5%, tale ente debba seguire certe procedure e dotarsi di determinate strategie al fine di contenere tale rapporto entro limiti più fisiologici.

⁶ Forse a causa della maggiore gravità che il problema dell'accumulo di NPE sui bilanci bancari ha assunto nel nostro paese, nell'esperienza italiana il processo di smaltimento ha ricevuto un notevole impulso grazie all'introduzione da parte del Governo italiano della c.d. GACS. La GACS (acronimo di "garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze") è una garanzia concessa dallo Stato italiano (tramite il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef)) che garantisce l'integrale rimborso del capitale e l'integrale pagamento degli interessi a valere sui titoli senior (vale a dire i titoli con il minore profilo di rischio e rendimento) emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130 aventi per sottostante crediti classificati come "sofferenze" sulla base della regolamentazione della Banca d'Italia e ceduti da banche e intermediari finanziari. La GACS. Lo schema GACS è stato introdotto nell'ordinamento italiano con il decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, dopo aver ricevuto l'approvazione della Commissione europea, con validità iniziale di 18 mesi, successivamente estesi fino al 6 marzo 2019. Dato il successo dello schema, il decreto-legge 25 marzo 2019 n. 22, convertito dalla legge n. 41/2019, ha ulteriormente rinnovato la GACS è stata rinnovata per 24 mesi. Il periodo di operatività della GACS è stato infine ulteriormente prorogato, con alcuni aggiornamenti, per ulteriori 12 mesi e fino al 14 giugno 2022, data in cui il regime è venuto a scadenza. Vista l'efficacia dimostrata dallo strumento messo in opera dal Governo italiano (con volumi di cessioni che hanno sfiorato i 100 miliardi di euro complessivi nel periodo compreso dal 2016 a fine 2021 - fonte: PwC, *The Italian NPE Market - Wind of Change*), anche la Grecia - il cui sistema bancario presentava preoccupanti livelli di NPE in bilancio - ha adottato un programma per buona parte basato sullo schema e struttura della GACS, il c.d. "HAPS" (*Hercules Asset Protection Scheme*). Sempre con riguardo all'Italia, un ulteriore supporto alla dismissione dello stock di NPE è stato fornito mediante l'introduzione di una disciplina ad hoc nell'ambito della legge 30 aprile 1999, n. 130 (legge sulla cartolarizzazione) con il decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50, convertito con modificazioni dalla L. 21 giugno 2017, n. 96, art. 60-sexies, comma 1, lettera b) (vedasi art. 7.1 della legge sulla cartolarizzazione) che prevede un regime di particolare favore, ivi incluso dal punto di vista della fiscalità indiretta, in tema di cartolarizzazione di crediti qualificati come deteriorati ceduti da banche e intermediari finanziari con sede legale in Italia.

⁷ Ad esempio, la ritenuta mancanza di trasparenza sui prezzi, l'ampia divergenza di valutazione degli attivi tra venditori e acquirenti (c.d. *bid-ask gap*), una platea piuttosto limitata di investitori professionali specializzati in questa *asset-class*, elevati costi per consulenti specializzati e intermediari.

cartolarizzazioni di crediti *in bonis* e, pertanto, gli operatori di mercato l'hanno fin da subito ritenuta inadeguata sotto molti profili rispetto alle specificità delle cartolarizzazioni di NPE.

Tale inadeguatezza si è manifestata, in particolare, con riguardo ad uno dei principali requisiti previsti dalla normativa europea in materia di cartolarizzazioni, vale a dire il c.d. *risk retention requirement*⁸. Al fine di porre un freno agli abusi generati nei primi anni duemila da un uso disinvolto dei modelli finanziari cc.dd. "*originate to distribute*" (che hanno poi ingenerato la crisi finanziaria legata ai cc.dd. mutui *sub-prime*), tale requisito è volto assicurare un livello minimo di allineamento di interessi tra alcune parti qualificate e gli investitori della cartolarizzazione, prevedendo che dette parti qualificate mantengano un rischio economico netto rilevante nell'operazione di cartolarizzazione non inferiore al 5 per cento (c.d. "*skin in the game*")⁹.

⁸ La disciplina del *risk retention requirement* è stata introdotta nell'ordinamento dell'Unione Europea con la Direttiva 2009/111/EC che ha modificato la Direttiva 2006/48/CE relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (c.d. Capital Requirement Directive o CRD), e poi è stata successivamente trasfusa nel Regolamento (UE) 575/2013. Data la natura prudenziale della normativa in questione, il mancato soddisfacimento del *risk retention requirement* comportava l'applicazione di un coefficiente di ponderazione notevolmente deteriore, con conseguente maggiore assorbimento di capitale di vigilanza. Più di recente la disciplina è infine confluita nel Regolamento (UE) 2017/2402 (c.d. Regolamento Cartolarizzazioni), conservando sostanzialmente l'originaria conformazione per quanto attiene alle modalità di mantenimento del rischio, ma con un'essenziale novità in termini di sanzioni per la sua violazione, prevedendo la facoltà per gli Stati membri di imporre in tal caso sanzioni penali, ed in ogni caso sanzioni amministrative adeguate in caso di violazioni colpose o dolose, sia a carico delle persone giuridiche sia delle persone fisiche responsabili.

⁹ Attualmente le modalità di mantenimento dell'interesse economico netto rilevante includono:

- a) il mantenimento di una percentuale non inferiore al 5% del valore nominale di ciascun segmento ceduto o trasferito agli investitori (c.d. *vertical slice retention*);
- b) in caso di cartolarizzazioni rotative o di cartolarizzazioni di esposizioni rotative, il mantenimento dell'interesse del cedente in percentuale non inferiore al 5% del valore nominale di ciascuna delle esposizioni cartolarizzate;
- c) il mantenimento di esposizioni scelte casualmente, equivalenti a una percentuale non inferiore al 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate, quando tali esposizioni non cartolarizzate sarebbero state altrimenti cartolarizzate nella cartolarizzazione, a condizione che il numero delle esposizioni potenzialmente cartolarizzate non sia inferiore a 100 al momento della creazione (c.d. *random selection retention*);
- d) il mantenimento del segmento prime perdite e, se necessario, laddove non sia così raggiunto il 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate, di altri segmenti aventi profilo di rischio uguale o maggiore di quelli trasferiti o ceduti agli investitori e la cui durata non sia inferiore alla durata di quelli trasferiti o ceduti agli investitori, in modo

Nella sua configurazione ordinaria, tale interesse economico netto rilevante deve essere calcolato in proporzione al *valore nominale* delle esposizioni cartolarizzate¹⁰ mentre, da un punto di vista soggettivo, esso potrà essere mantenuto esclusivamente dal cedente delle esposizioni cartolarizzate (c.d. *originator*), dal soggetto che ha concluso i contratti che hanno dato origine alle esposizioni cartolarizzate (c.d. prestatore originario o *original lender*) o, infine, dal soggetto - diverso dall'*originator* - che ha istituito un programma di cartolarizzazione avente ad oggetto esposizioni originate da terzi (c.d. promotore o *sponsor*).

Tale impostazione tradisce, sotto due importanti profili, l'approccio seguito dagli iniziali redattori della normativa in questione, che hanno pensato la disciplina avendo unicamente a mente le cartolarizzazioni di crediti *in bonis*.

Per un primo verso, un metodo di calcolo dell'interesse economico netto rilevante incentrato sul valore nominale delle esposizioni cartolarizzate risulta eccentrico nell'ambito delle cartolarizzazioni di NPE. Come abbiamo avuto modo di vedere in precedenza, in tale contesto il valore nominale delle esposizioni cartolarizzate non riflette la sostanza economica del sottostante (fungendo solo da tetto massimo per il recupero). L'effetto pratico di questa svista o non curanza è stato quello di rendere estremamente onerose per i *risk retainer* di cartolarizzazioni di NPE alcune di modalità di *risk retention* (in particolare, la *first loss retention*¹¹), di fatto precludendone l'utilizzo. Non è un caso che, nelle cartolarizzazioni di NPE note al mercato, la modalità di mantenimento dell'interesse economico netto di norma impiegata è la *vertical slice* (vale a dire quella in cui il requisito è calcolato in funzione del valore nominale dei segmenti ceduti o trasferiti agli investitori, e non del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate)¹².

che il mantenimento equivalga complessivamente almeno al 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate (c.d. *first loss retention*); o

- e) il mantenimento di un'esposizione che copre le prime perdite non inferiore al 5% di ciascuna esposizione cartolarizzata nella cartolarizzazione.

Cfr. art. articolo 6(3) del Regolamento (UE) 2017/2402.

¹⁰ Ciò con la sola eccezione della *vertical slice retention* in cui la base di calcolo non è costituita dal valore nominale delle esposizioni cartolarizzate bensì dal valore nominale delle *tranches* (o segmenti) ceduti o trasferiti agli investitori.

¹¹ Questo a causa dell'evidente sproporzione che si ingenera nel momento in cui il segmento o segmenti oggetto di mantenimento debbano costituire almeno il 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate che sono state oggetto di cessione alla società di cartolarizzazione a valori fortemente scontati (con il conseguente effetto moltiplicativo sull'effettiva quota di rischio trattenuta dal *risk retainer*).

¹² In alcuni (alquanto rari) casi, gli *originator* di cartolarizzazioni di NPE assistiti da GACS hanno optato per la *random selection retention*. Con riguardo a tale modalità di *risk retention*, occorre

Sotto un diverso profilo, poi, tale impostazione esclude dalla rosa dei soggetti autorizzati a mantenere l'interesse economico netto rilevante a fini regolamentari il soggetto-chiave delle cartolarizzazioni di NPE, il *servicer*, il cui allineamento agli interessi degli investitori sarebbe più che mai opportuno ai fini di garanzia del mercato.

Alla luce dell'accresciuta rilevanza delle cartolarizzazioni di NPE per i ben noti obiettivi di pulizia dei bilanci bancari, i succitati scollamenti tra la disciplina regolamentare e le esigenze del mercato non potevano passare inosservati a lungo. Nell'ottobre del 2019, l'Autorità Bancaria Europea (ABE) ha adottato un parere¹³ con cui si raccomandava alla Commissione Europea di prendere in considerazione una serie di modifiche mirate alla normativa regolamentare europea in materia di cartolarizzazioni al fine di creare una disciplina speciale per le cartolarizzazioni di NPE volta ad eliminare o quantomeno attenuare certi vincoli normativi, preservando nel contempo l'integrità del quadro complessivo.

Nel giugno del 2020, anche il Comitato di Basilea, in larga parte accogliendo e sviluppando spunti già contenuti nel parere dell'ABE, ha posto in consultazione un pacchetto di misure volte a promuovere un quadro prudenziale più adeguato alle cartolarizzazioni di NPE (poi definitivamente adottato nel novembre 2020¹⁴).

3. Gli elementi chiave della normativa regolamentare speciale di livello primario in materia di cartolarizzazioni di NPE - Con l'avvento della pandemia per effetto della diffusione del COVID-19 e le conseguenti preoccupazioni di una recrudescenza dei crediti deteriorati in Europa, la pressione alla rimozione di detti vincoli è ulteriormente montata fino a quando, nel luglio 2020, l'UE ha pubblicato alcune proposte di modifica del Regolamento (UE) 2017/2402 (o Regolamento Cartolarizzazioni) e dal Regolamento (UE) 575/2013¹⁵ (o CRR), in linea con le indicazioni dell'ABE e del Comitato di Basilea, poi trasfuse nel Regolamento (UE) 2021/557 e nel Regolamento (UE) 2021/558 confluiti all'interno del pacchetto dei cc. dd. regolamenti "quick fix" (soluzioni ad effetto

osservare che, nel caso di cartolarizzazioni di NPE, l'uso del metodo di calcolo incentrato sul valore nominale delle esposizioni cartolarizzate e di quelle non cartolarizzate perché trattenute, lascia evidenti spazi a manovre di arbitraggio che non sussisterebbero qualora il calcolo venisse effettuato sulla base dei residui valori di recupero atteso attualizzati.

¹³ Il testo del parere è accessibile al seguente indirizzo web: <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-opinion-regulatory-treatment-non-performing-exposure-securitisations>.

¹⁴ Il testo è accessibile al seguente indirizzo web: www.bis.org.

rapido) pubblicati nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il 6 aprile 2021 ed entrati in vigore il successivo 9 aprile¹⁶.

Le modifiche apportate dal Regolamento (UE) 2021/557 al Regolamento Cartolarizzazioni e dal Regolamento (UE) 2021/558 al CRR tracciano i confini di una nuova disciplina regolamentare e prudenziale speciale applicabile alle cartolarizzazioni di NPE le quali rimangono assoggettate alla normativa generalmente applicabile ad eccezione di alcuni specifici aspetti per i quali sono previste delle evidenti deviazioni.

I quattro punti cardine di questa nuova disciplina possono riassumersi come segue.

È stata innanzitutto introdotta un'apposita definizione di “cartolarizzazione di esposizioni deteriorate”, vale a dire una “cartolarizzazione coperta da un aggregato di esposizioni deteriorate il cui valore nominale rappresenta non meno del 90% dell'intero valore nominale del portafoglio al momento della creazione e in qualunque momento successivo in cui le attività sono aggiunte al portafoglio sottostante o ritirate da esso a causa di una ricostituzione, di una ristrutturazione o di qualsiasi altro motivo pertinente”¹⁷.

Ai fini del calcolo dell'interesse economico netto rilevante oggetto dell'obbligo di mantenimento, si precisa che, nel caso di cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate, esso non debba essere inferiore al 5% della somma del *valore netto* delle esposizioni cartolarizzate che siano deteriorate e, ove presenti, del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate non deteriorate. Il valore netto delle esposizioni cartolarizzate è costituito dal loro valore nominale al netto del c.d. “sconto sul prezzo di acquisto non rimborsabile” (noto anche come *non-refoundable purchase price discount* o NRPPD) concordato tra le parti a livello di singola esposizione o a livello di portafoglio. Tale sconto sul prezzo di acquisto non rimborsabile costituisce la differenza tra il saldo in essere delle esposizioni nel portafoglio sottostante e il prezzo al quale tali esposizioni sono vendute dal cedente alla società di cartolarizzazione, laddove né il cedente né il prestatore originario siano rimborsati per tale differenza e, nota bene, può altresì includere la differenza tra l'importo nominale dei segmenti della cartolarizzazione di esposizioni deteriorate sottoscritti dal cedente per una vendita successiva e il prezzo al quale tali segmenti sono venduti per la prima volta a soggetti terzi indipendenti¹⁸.

Si prevede, poi, che nell'ambito di cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate, il *risk retention requirement* possa essere soddisfatto anche dal

¹⁶ I testi dei regolamenti “quick fix” in lingua italiana sono accessibili ai seguenti indirizzi web: www.eur-lex.europa.eu/legal-content e www.eur-lex.europa.eu/legal-content.

¹⁷ Cfr. art. 2, n. 25), del Regolamento Cartolarizzazioni.

¹⁸ Cfr. art. 2, n. 31), e art. 6, co. 3-bis, del Regolamento Cartolarizzazioni.

gestore (*servicer*), a condizione che questi possa dimostrare di avere esperienza di gestione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate e che abbia predisposto politiche, procedure e controlli in materia di gestione del rischio ben documentati e adeguati riguardanti la gestione delle esposizioni¹⁹.

Infine, con riguardo agli aspetti più propriamente prudenziali specifici per le cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate, in linea con la proposta formulata dal Comitato di Basilea, l'art. 269a del CRR ha introdotto un fattore di ponderazione del rischio pari al 100% (o inferiore, se ottenuto applicando il metodo basato sui *rating* esterni) per le tranche *senior* di portafogli di NPE cartolarizzati con NRPPD superiore al 50%, un valore minimo del 100% relativamente al fattore di ponderazione del rischio applicabile a tutti gli altri segmenti sulla base della gerarchia di approcci già esistente nonché il divieto di utilizzare determinati *input* per il calcolo dei requisiti patrimoniali.

Definito il quadro di riferimento della nuova disciplina speciale, il Regolamento Cartolarizzazioni ha demandato poi all'ABE il compito di proporre alla Commissione un progetto di norme tecniche di regolamentazione (o *regulatory technical standards* o, in breve, RTS) con riguardo alla disciplina di dettaglio del *risk retention requirement*.

In ossequio all'incarico conferitole, il 30 giugno 2021, l'ABE ha avviato una consultazione pubblica avente ad oggetto una bozza di nuove norme tecniche di regolamentazione sul mantenimento dell'interesse economico netto che ripropone in larga misura le norme tecniche di regolamentazione già adottate nel Regolamento Delegato n. 625/2014 (emanato nella vigenza delle previsioni del CRR e prima dell'adozione del Regolamento Cartolarizzazioni) con una serie di modifiche e integrazioni attuative delle novità introdotte dal Regolamento (UE) 2021/557 e dal Regolamento (UE) 2021/558. Il processo di produzione dei nuovi *regulatory technical standards* si è concluso il 12 aprile 2022 allorché l'ABE ha provveduto alla loro pubblicazione.

4. I nuovi regulatory technical standards - I nuovi RTS affrontano, tra le altre cose, due aspetti di notevole rilevanza per quanto di interesse ai fini della presente trattazione, vale a dire la declinazione delle modalità di *risk retention* nel contesto delle cartolarizzazioni di NPE e la definizione dei requisiti di esperienza dei *servicer* che intendano assumere il ruolo di *risk retainer*.

Ad accompagnamento del testo definitivo degli RTS, l'ABE ha contestualmente reso pubbliche alcune osservazioni dei partecipanti alla consultazione alla luce delle quali l'ABE ha apportato correttivi al testo

¹⁹ Cfr. art. 6, para. 1, ult. cpv., del Regolamento Cartolarizzazioni.

originariamente proposto o ha ritenuto utile fornire chiarimenti sulle ragioni per cui detto testo non abbisognasse di modifiche. In alcuni casi tali chiarimenti forniscono agli operatori elementi interpretativi utili per meglio comprendere la *ratio* sottesa all'intervento del regolatore.

Nell'analizzare le nuove norme tecniche di regolamentazione sul mantenimento dell'interesse economico netto, in linea con l'approccio seguito in precedenza in sede di esame delle modifiche alla normativa primaria, ci si soffermerà su alcuni specifici punti che, a nostro modo di vedere, forniscono uno spaccato delle novità introdotte a livello di disciplina secondaria per ciò che interessa le cartolarizzazioni di NPE.

Quanto alle modalità di *risk retention*, nel riprendere la disciplina di dettaglio preesistente ed estenderla, per quanto applicabile, alle cartolarizzazioni di NPE, gli RTS hanno adottato una tecnica redazionale “minimalista” che rimanda agli articoli del provvedimento che governano la materia in generale avendo cura di specificare dei correttivi che ruotano attorno al concetto di “valore netto” in tutti i casi in cui il calcolo debba essere effettuato rispetto ad esposizioni deteriorate²⁰. A tal riguardo giova segnalare che, a seguito di alcune osservazioni avanzate dagli Autori rispetto al testo originariamente sottoposto a consultazione pubblica da parte dell'ABE, la versione finale degli RTS non richiama più la *vertical slice retention* tra le modalità di mantenimento il cui interesse economico netto rilevante debba riflettere il valore netto delle esposizioni deteriorate cartolarizzate. Che si fosse trattato di una svista o di una scelta consapevole, l'impostazione originaria avrebbe avuto una serie di ramificazioni pratiche e interpretative significative comportando, da un lato, il disallineamento tra i meccanismi di calcolo applicabili alla *vertical slice retention* a seconda che l'operazione sottostante costituisca o meno una cartolarizzazione di NPE e ponendo, dall'altro lato, seri rischi di incompatibilità con la normativa primaria (che, come visto in precedenza, espressamente prevede che, in questo caso, l'interesse economico netto rilevante oggetto di *retention* costituisca una porzione del valore nominale dei segmenti ceduti o trasferiti agli investitori²¹).

²⁰ Cfr. art. 9, para. 1, 2 e 3, degli RTS. È evidente, a tal riguardo, la diversità di approccio seguito dal regolatore nel disciplinare, in modo specifico e dettagliato, le modalità di mantenimento del rischio del tutto nuove e specifiche delle cartolarizzazioni di NPE (come, ad esempio, l'ipotesi di uno o più *servicer* che agiscono quali *risk retainer*) con apposite previsioni *ad hoc*.

²¹ La questione non è priva di impatti da un punto di vista quantitativo in quanto, nell'ipotesi di cessione o trasferimento di tutte le *tranche*, il 5% del valore nominale di tali segmenti è quasi certamente più elevato rispetto al 5% del valore netto delle esposizioni cartolarizzate deteriorate e, se applicabile, del valore nominale di quelle non deteriorate. Ciò in quanto il primo incorpora una componente di costi operativi e di strutturazione dell'operazione (ad esempio, i costi di hedging, alcune riserve, i costi connessi all'assegnazione di *credit rating*, i costi legali e di *arrangement*) che

Sempre in tema di “valore netto” delle esposizioni deteriorate, assume particolare interesse il chiarimento offerto dall'ABE con riguardo alle modalità di calcolo dello sconto sul prezzo di acquisto non rimborsabile laddove possa includere la differenza tra l'importo nominale dei segmenti della cartolarizzazione di esposizioni deteriorate sottoscritti dal cedente per una vendita successiva e il prezzo al quale tali segmenti siano venduti per la prima volta a soggetti terzi indipendenti. Una specifica previsione dei nuovi *regulatory technical standards* precisa (con riferimento, evidentemente, alle modalità di *risk retention* che operano a livello di singola esposizione cartolarizzata) che tale differenza vada allocata su ciascuna esposizione deteriorata su base proporzionale (in funzione del relativo *valore nominale*) e quindi dedotta dal valore netto calcolato sulla base del solo sconto di cessione. Sotto un diverso profilo e in risposta al commento alla bozza di RTS con cui gli Autori avevano chiesto ragguagli circa il funzionamento del meccanismo in questione in presenza di una pluralità di vendite di segmenti agli investitori (come nel caso di operazioni cc.dd. multi-cedente), l'ABE ha escluso la necessità di fornire ulteriori indicazioni (come, ad esempio, un termine massimo entro cui tali vendite debbano essere effettuate per essere rilevanti ai fini del calcolo dello sconto), implicitamente confermando che, in tale scenario, in presenza di valori di vendita diversi dovranno essere tutti tenuti in conto (presumibilmente su base proporzionale) ai fini del predetto calcolo.

Sulla scorta delle problematiche emerse in relazione ad alcune operazioni con GACS e in vista delle novità che potrebbero essere introdotte in un prossimo futuro in caso di eventuale riedizione dello schema di garanzia pubblica, è senz'altro di rilievo la disciplina riguardante le modalità di mantenimento dell'interesse economico netto allorquando, in presenza di una molteplicità di cedenti o *servicer*, uno o più di questi soggetti intendano agire quali *risk retainer*.

Con riferimento alle cartolarizzazioni cc.dd. *multi-originator* di esposizioni deteriorate, in risposta alla richiesta degli Autori di modificare il testo degli RTS in modo da esprimere in maniera inequivoca che, in caso di più cedenti che agiscano come *risk retainer*, il criterio di ripartizione dell'interesse economico netto oggetto di mantenimento congiunto rifletta il valore netto delle esposizioni deteriorate e il valore nominale di quelle non deteriorate, ove presenti, relative a ciascun cedente, l'ABE ha confermato che, in base ad una interpretazione sistematica di alcune previsioni degli RTS, l'originaria formulazione della disposizione che regola questa allocazione (vale a dire l'art. 2, para. 2), incentrata

può essere significativa (in termini assoluti e, nel contesto di operazioni più piccole, anche in termini relativi).

su un concetto di proporzionalità tra le esposizioni cartolarizzate di ciascun cedente²², fosse già sufficientemente elastica per definire la varietà di criteri applicabili alle cartolarizzazioni di NPE e a quelle di esposizioni non deteriorate. Questa precisazione, che implicitamente suffraga l'impostazione proposta nel commento degli Autori, dovrebbe porre fine alle incertezze riscontrate negli anni scorsi in questo tipo di operazioni (e la cui soluzione ha ingenerato non poche inefficienze) e va pertanto salutata con soddisfazione²³.

Questa stessa impostazione, sebbene in termini notevolmente più chiari, risulta essere stata espressamente adottata anche con riguardo ai casi in cui la cartolarizzazione di NPE presenti più *servicer* e tutti partecipino all'assolvimento dell'obbligo di *risk retention*. Anche in queste ipotesi, in recepimento di un commento presentato dagli Autori e altri partecipanti alla consultazione pubblica, le norme tecniche di regolamentazione prevedono che l'interesse economico netto venga ripartito tra i *servicer* sulla base del valore (netto o nominale, a seconda del caso) delle esposizioni gestite da ciascuno di essi²⁴ (e non in parti uguali per il numero di *servicer*, come originariamente proposto dall'ABE). Per completezza si segnala che per il caso in cui l'operazione coinvolga più gestori ma non tutti intendano agire come *risk retainer*, la normativa permette che, ove concordato tra loro, il *servicer* con "l'interesse economico predominante" possa mantenere l'interesse economico nella sua interezza.

Passando infine alla trattazione della disciplina di dettaglio relativa ai requisiti di esperienza dei *servicer* che intendano assumere il ruolo di *risk retainer*, si osserva in via preliminare che, inaspettatamente, gli RTS nulla prevedono con riguardo alla seconda condizione posta dal Regolamento Cartolarizzazioni (vale a dire l'esistenza di politiche, procedure e controlli in materia di gestione del rischio ben documentati e adeguati riguardanti la gestione delle esposizioni) i cui contorni restano quindi sfumati alla luce della laconica disciplina di rango primario²⁵.

Ciò detto, ai fini dell'assolvimento dei requisiti di esperienza da parte del gestore, si richiede che (a) i membri dell'organo di amministrazione ed il personale dirigente responsabile della gestione dell'attività di *servicing* delle esposizioni deteriorate abbiano conoscenze e competenze adeguate nella gestione

²² "Where multiple originators fulfil the retention requirement, it shall be fulfilled by each originator on a pro rata basis by reference to the securitised exposures for which it is the originator."

²³ In questo stesso senso depono anche la disciplina prevista per il caso di pluralità di gestori agenti quali *risk retainer*, di cui si dirà a breve.

²⁴ Cfr. art. 2, para. 6, degli RTS.

²⁵ A tal riguardo, si noti che, diversamente da quanto previsto all'art. 18, para. 1, degli RTS con riguardo al requisito di esperienza, la disciplina non sembra prevedere a carico dei *servicer* alcun obbligo di *disclosure* a favore degli investitori in merito alle loro politiche, procedure e controlli in materia di gestione del rischio riguardanti la gestione delle esposizioni deteriorate.

di tali esposizioni, (b) l'attività del *servicer* o del suo gruppo consolidato abbia ricompreso la gestione di esposizioni deteriorate per almeno cinque anni prima della data della cartolarizzazione o (c) siano rispettate tutte le seguenti ulteriori condizioni: (i) almeno due membri dell'organo di amministrazione ed il personale dirigente responsabile della gestione dell'attività di *servicing* delle esposizioni deteriorate abbiano almeno cinque anni di esperienza, a livello personale, nella gestione di esposizioni deteriorate e (ii) la continuità delle funzioni di *servicing* sia assicurata da un *back-up servicer* in possesso dei requisiti di cui al precedente punto (b)²⁶.

A tal riguardo una prima riflessione di natura interpretativa concerne l'esistenza di un evidente disallineamento tra il requisito di esperienza come formulato nel Regolamento Cartolarizzazioni e la sua declinazione negli RTS. Mentre, infatti, il primo chiaramente enfatizza il fatto che il *servicer* deve avere esperienza nella "gestione di esposizioni di natura analoga a quelle cartolarizzate", gli RTS fanno riferimento più genericamente alla "gestione di esposizioni deteriorate", manifestando uno iato concettuale rispetto alla disciplina da cui traggono origine. A nostro avviso, una interpretazione adeguatrice rispettosa della gerarchia delle fonti richiederebbe che in sede di verifica delle condizioni previste nei *regulatory technical standards* ai fini del soddisfacimento del requisito di esperienza, l'analisi sia svolta, non tanto a livello astratto (rispetto al generico universo dei crediti deteriorati), bensì in concreto, con riguardo alle caratteristiche specifiche delle cc. dd. *asset class*²⁷ cui le esposizioni deteriorate oggetto della cartolarizzazione in questione appartengono.

Un secondo aspetto ermeneutico di interesse è relativo alla questione se il soddisfacimento di ciascuna delle tre condizioni indicate ai precedenti punti (a), (b) e (c) sia di per sé sufficiente per ritenere sussistente il requisito di esperienza o meno.

Una interpretazione letterale dell'art. 18, para. 1, degli RTS farebbe propendere nel senso di una totale alternatività delle tre condizioni sulla base dell'uso della congiunzione disgiuntiva "o" all'interno dell'elencazione tra il punto (b) e il punto (c). Se così fosse, emergerebbe una differenza qualitativa tra le condizioni di cui ai punti (b) e (c), da un lato, e quella del punto (a), dall'altro lato. Vale a dire che, mentre le prime richiedono un termine di durata ben preciso (cinque anni) dell'attività di gestione di esposizioni deteriorate da parte dei relativi soggetti, la seconda si affida ad un criterio di adeguatezza non meglio

²⁶ Cfr. art. 18, para. 1, degli RTS.

²⁷ Ad es. crediti chirografari vs. crediti ipotecari.

definito (che, come tale, consentirebbe una maggiore flessibilità nel valutare la sussistenza del requisito di esperienza ma anche una maggiore incertezza in sede di sua verifica).

Valorizzando la necessità di un'esperienza minima di almeno cinque anni da parte dei membri dell'organo di amministrazione e del personale dirigente coinvolto, una diversa interpretazione potrebbe suggerire una lettura alternativa della disposizione in questione secondo cui la condizione di cui al punto (a) debba essere sempre rispettata laddove l'alternatività sussisterebbe solo tra le condizioni di cui ai punti (b) e (c). Tale ricostruzione sarebbe suffragata, su base letterale, dalla circostanza che la congiunzione disgiuntiva non è presente tra il punto (a) e il punto (b) nonché, da un punto di vista sistematico, dal fatto che in virtù degli obblighi di *disclosure* posti a loro carico ai sensi del successivo paragrafo 2 dell'art. 18 i *servicer* sono tenuti a fornire informazioni di dettaglio in merito al numero di anni di esperienza.

Alla luce di quanto sopra, sarebbe auspicabile un intervento chiarificatore da parte dell'ABE in un prossimo futuro.

5. Considerazioni finali - Ad esito di questo *excursus* circa l'evoluzione del *risk retention requirement* nelle cartolarizzazioni di NPE e lo stato attuale della relativa disciplina, la sensazione che se ne trae è che le principali problematiche emerse nella pratica nel corso di quasi dieci anni di storia dall'introduzione dello strumento ad oggi risultano tendenzialmente risolte in modo sufficientemente chiaro sì da permetterne un impiego razionale e condiviso dal mercato.

Non nascondiamo, peraltro, che le condizioni per l'intervento dei gestori in veste di *risk retainer* nelle cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate presenta alcune vischiosità che non si riscontrano per le altre categorie di soggetti (cedenti, prestatori originari e promotori). Ciò in quanto solo in caso di coinvolgimento di *servicer* nella predetta veste, gli investitori saranno tenuti, quale parte dei propri obblighi di *due diligence*, ad effettuare una verifica ulteriore sul *risk retainer*, vale a dire quella della sussistenza in concreto dei requisiti di esperienza e di gestione del rischio. Non appare inverosimile che tale ulteriore adempimento sarà percepito dagli investitori come una mera formalità con riguardo ai *servicer* più grandi mentre costituirà un fattore di rischio aggiuntivo ogniqualvolta essi abbiano a valutare l'opportunità di partecipare ad una cartolarizzazione di NPE in cui gestori di dimensioni più contenute assumano l'obbligo di mantenimento dell'interesse economico netto rilevante.