COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 24.7.2020
COM(2020) 284 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

sulla creazione di un quadro specifico per le cartolarizzazioni sintetiche semplici, trasparenti e standardizzate, limitato alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio

(Testo rilevante ai fini del SEE)

{SWD(2020) 120}

1. CONTESTO E MOTIVAZIONE

L'articolo 45, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2017/2402[1] (*di seguito "regolamento sulle cartolarizzazioni"*) impone all'Autorità bancaria europea (*di seguito "ABE"*) di pubblicare una relazione sulla fattibilità di un quadro specifico per le cartolarizzazioni sintetiche semplici, trasparenti e standardizzate (*di seguito "STS"*), limitato alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio. Le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio sono operazioni di cartolarizzazione in cui l'ente cedente, di norma una banca, utilizza garanzie finanziarie o derivati su crediti per trasferire a terzi il rischio di credito di un determinato portafoglio di attività che detiene nel proprio bilancio e per il quale, nella grande maggioranza dei casi, era anche il prestatore originario. Le attività sottostanti sono solitamente prestiti societari, prestiti alle PMI o finanziamenti al commercio, ossia attività che sono per vari motivi più difficili o meno interessanti per la cartolarizzazione tradizionale da parte del cedente. Pertanto, le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio possono essere chiaramente distinte dalle cartolarizzazioni sintetiche di arbitraggio che riguardano attività sottostanti non detenute dal cedente delle cartolarizzazioni. Anziché coprire il rischio di credito, lo scopo principale di un'operazione sintetica di arbitraggio consiste nel ricercare l'arbitraggio tra il differenziale sulla qualità di credito di un portafoglio di attività o indici di prodotti e il differenziale sul prodotto risultante della cartolarizzazione.

Il considerando 24 del regolamento sulle cartolarizzazioni invita inoltre l'ABE a stabilire i criteri pertinenti per tale quadro specifico "al fine di promuovere il finanziamento dell'economia reale e in particolare delle PMI, che beneficiano in misura maggiore di tali cartolarizzazioni".

L'articolo 45, paragrafo 2, del regolamento sulle cartolarizzazioni impone alla Commissione di presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sulla creazione di un quadro STS specifico per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio, sulla base della summenzionata relazione dell'ABE, corredata, se del caso, di una proposta legislativa.

La relazione dell'ABE è stata pubblicata il 6 maggio 2020[2]. La relazione si basa sulla precedente relazione dell'ABE sulle cartolarizzazioni sintetiche, pubblicata nel dicembre 2015[3], le cui raccomandazioni si riflettono già nel regolamento sui requisiti patrimoniali[4] (*di seguito "CRR", Capital Requirements Regulation)* e sul documento di riflessione sul trasferimento significativo del rischio[5] nella cartolarizzazione, pubblicato a settembre 2017[6]. Il trasferimento significativo del rischio è particolarmente importante per le cartolarizzazioni sintetiche, in quanto, insieme all'alleggerimento dei requisiti patrimoniali connesso, è tra le motivazioni per avviare questo tipo di cartolarizzazione.

Nell'elaborare la relazione, l'ABE ha pubblicato, nel settembre 2019, un documento di riflessione per una consultazione di due mesi. Con la maggior parte delle risposte che esprimono un forte sostegno sia all'analisi del mercato che alla motivazione per l'elaborazione di un quadro STS per le cartolarizzazioni sintetiche, la relazione dell'ABE si basa su un ampio consenso tra le parti interessate,

---

1 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.

2 https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation.

3 https://eba.europa.eu/eba-issues-advice-on-synthetic-securitisation-for-smes.

4 Regolamento (UE) 2017/2401 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento.

5 È necessario un trasferimento significativo del rischio affinché la banca cedente possa escludere le esposizioni cartolarizzate dalle attività ponderate per il rischio, in caso di cartolarizzazione tradizionale, o per calcolare le sue attività ponderate per il rischio conformemente agli articoli 251 e 252 del CRR, nel caso di cartolarizzazioni sintetiche.

6 https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/discussion-paper-on-the-significant-risk-transfer-in-securitisation.

sia per la fattibilità di tale quadro che per i criteri pertinenti che renderebbero le cartolarizzazioni sintetiche parti di esso.

2. SPECIFICITÀ DELLE CARTOLARIZZAZIONI SINTETICHE NEL BILANCIO

Le cartolarizzazioni sintetiche e le cartolarizzazioni tradizionali/di vendita effettiva non differiscono fondamentalmente per quanto riguarda la natura delle esposizioni sottostanti, la segmentazione del rischio e le strutture del capitale (a cascata). Tuttavia, esse differiscono notevolmente per quanto concerne le modalità di trasferimento del rischio dal cedente all'investitore.

Le cartolarizzazioni tradizionali comportano il trasferimento legale effettivo delle attività da parte dell'emittente dei titoli, in modo tale che la proprietà sia trasferita effettivamente a una società veicolo per la cartolarizzazione (SSPE) che quindi acquisisce il diritto ai flussi di cassa generati da tali attività. Le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio realizzano il trasferimento del rischio mediante un contratto di protezione del credito (derivati su crediti o garanzie finanziarie) tra il cedente e l'investitore, in modo tale che le esposizioni sottostanti di proprietà del cedente rimangono in bilancio. Pertanto, mentre le cartolarizzazioni tradizionali richiedono sia una SSPE sia un'emissione effettiva di titoli, nessuna delle due sarebbe strettamente necessaria per le cartolarizzazioni sintetiche.

Le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio tendono ad essere più agevoli rispetto a quelle tradizionali per via della maggiore flessibilità del meccanismo sintetico. Inoltre, esse tendono ad essere più economiche in termini di costi e più rapide da strutturare. Esse consentono al cedente di evitare le difficoltà giuridiche e operative che possono presentarsi nel processo di trasferimento della proprietà delle esposizioni sottostanti in un'operazione tradizionale.

Negli ultimi anni, le pratiche del mercato delle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio hanno subito una notevole semplificazione e i dati di settore suggeriscono che la documentazione che accompagna lo strumento ha visto ridurre il numero di pagine da circa 500 prima della crisi finanziaria globale a meno di 50 attuali, il che indica una significativa riduzione della complessità. [7]

Il trasferimento del rischio nelle cartolarizzazioni sintetiche non dipende solo dalla struttura patrimoniale dell'operazione (*ossia* la segmentazione*)* e dai potenziali meccanismi di sostegno del cedente (come nel caso delle cartolarizzazioni di vendita effettiva), ma anche dalle caratteristiche del contratto di protezione del credito concluso tra le parti, nonché dal merito di credito dell'investitore. Il ricorso alla protezione del credito, in particolare se è di tipo personale e fornito da venditori della protezione non pubblici, espone le singole banche al rischio di controparte e, in caso di elevata concentrazione di venditori della protezione, può creare un'interconnessione nel sistema finanziario con implicazioni sistemiche (come dimostrato durante la crisi finanziaria del 2008/9). Ciò nonostante, quando entrambe le parti avviano l'operazione con piena conoscenza dei rischi sottostanti, il rischio di disallineamento degli interessi tra cedenti e investitori è ridotto, in quanto la gestione del rischio è ugualmente importante sia per il venditore della protezione sia per il compratore della protezione.

Le cartolarizzazioni sintetiche differiscono da quelle tradizionali anche in termini di finalità. Difatti, il ricorso alle cartolarizzazioni sintetiche si è rivelato uno strumento utile per un gran numero di banche nelle loro attività di gestione del rischio di credito e del capitale, in quanto consente loro di trasferire in modo efficiente il rischio di credito ai mercati dei capitali privati, migliorando in tal modo la situazione del capitale e dei limiti di prestito e consentendo loro di continuare le attività di prestito, mentre le cartolarizzazioni tradizionali sono più comunemente utilizzate per ottenere finanziamenti dalla vendita di attività, piuttosto che come strumento di gestione del rischio di credito.

[7] *Synthetic securitisation: Making a silent comeback* (Cartolarizzazioni sintetiche: il ritorno silenzioso), Deutsche Bank EU Monitor, 21 febbraio 2017.

3. ANDAMENTO DEL MERCATO

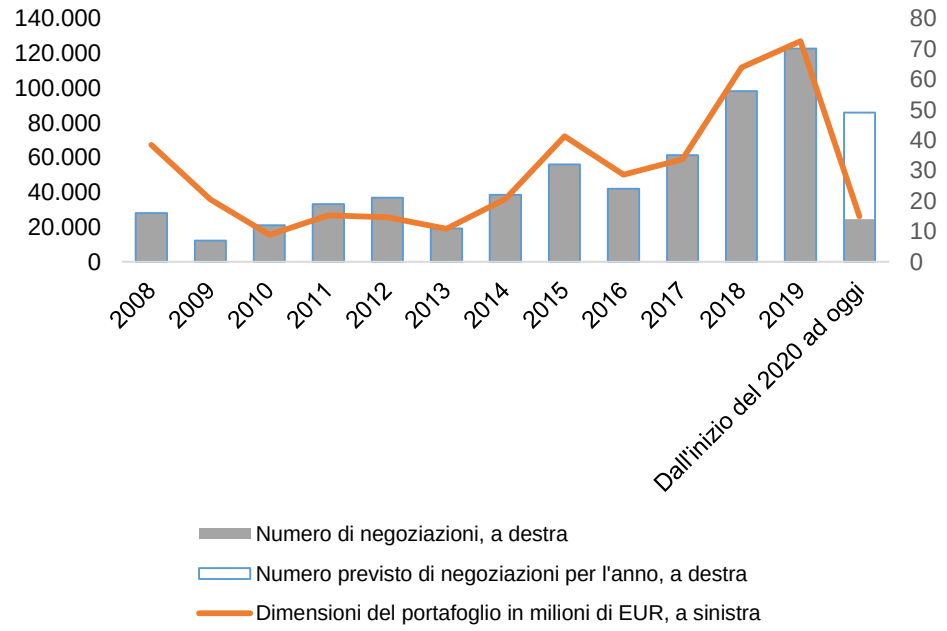
Dinamiche di mercato

L'indisponibilità di dati completi sull'evoluzione del mercato e sulle prestazioni delle cartolarizzazioni sintetiche è stata tra i fattori essenziali che hanno portato a limitare l'etichetta STS alle cartolarizzazioni tradizionali di cui al regolamento (UE) 2017/2402. L'ABE ha colmato tale lacuna raccogliendo i) dati sul volume delle operazioni su cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio per il periodo 2008 - inizio del 2019; ii) dati sulle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio sotto il profilo dei default per lo stesso periodo; iii) dati di vigilanza sulle operazioni che hanno ottenuto il trasferimento significativo del rischio; e iv) informazioni dal settore in una tavola rotonda nel marzo 2019, nonché altre analisi di mercato. Nonostante questo sforzo significativo, il quadro non è tuttavia pienamente completo, in gran parte a causa della natura bilaterale e privata di questi tipi di operazioni negli anni successivi alla crisi finanziaria globale. Inoltre, molte delle operazioni segnalate sono state realizzate negli ultimi anni e pertanto non hanno ancora completato un intero ciclo economico. Infine, alcuni dati sono stati raccolti mediante indagini presso i partecipanti al mercato e possono pertanto non essere pienamente rappresentativi dell'intero mercato.

Le informazioni raccolte hanno dimostrato che la crisi finanziaria del 2008 ha profondamente rimodellato il mercato delle cartolarizzazioni sintetiche. Prima della crisi, le cartolarizzazioni sintetiche europee hanno raggiunto un picco nel 2004-2005, con volumi superiori a 180 miliardi di EUR, a causa di una grande offerta di operazioni di arbitraggio sintetiche. Quest'ultima ha subito notevoli perdite durante la crisi, il che riflette la loro complessità, la mancanza di trasparenza e un allineamento imperfetto degli interessi, e sembra essere ampiamente scomparsa; il mercato è ora costituito principalmente da operazioni in bilancio.

I dati relativi all'emissione evidenziano una tendenza positiva. Dopo qualche anno di attività moderate dopo la crisi finanziaria, causate dallo stigma che ha contrassegnato lo strumento della cartolarizzazione, negli ultimi anni il mercato delle cartolarizzazioni sintetiche è in ripresa, con un aumento costante del numero e del volume delle operazioni. Secondo i dati raccolti dall'International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM, Associazione internazionale dei gestori di portafogli di crediti), nel 2018 sono state avviate circa 49 operazioni per un volume totale di 105 miliardi di EUR, il più elevato dall'inizio della crisi finanziaria (cfr. figura 1).

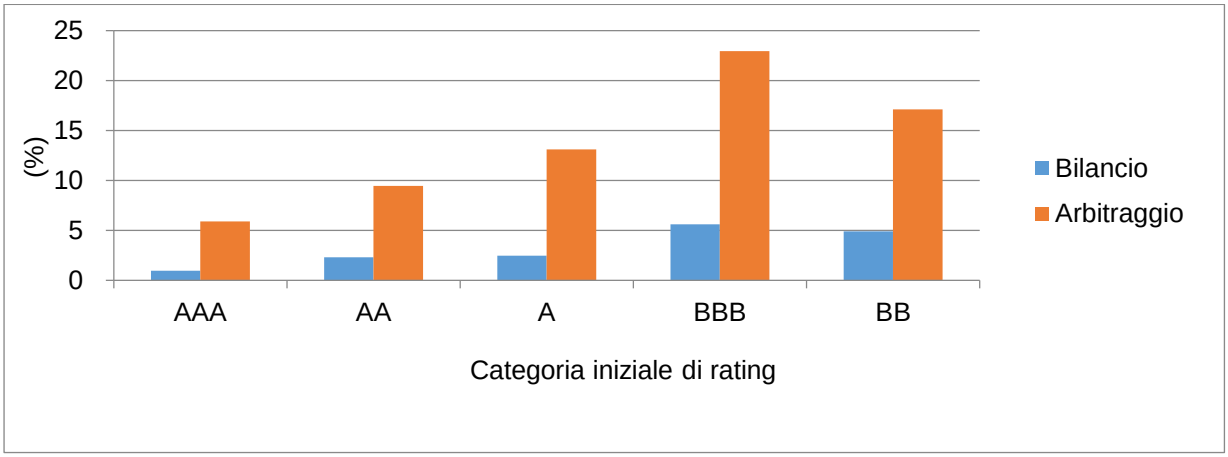
Figura 1: emissione di cartolarizzazioni europee nel bilancio dopo la crisi finanziaria globale



Fonte: ABE, IACPM

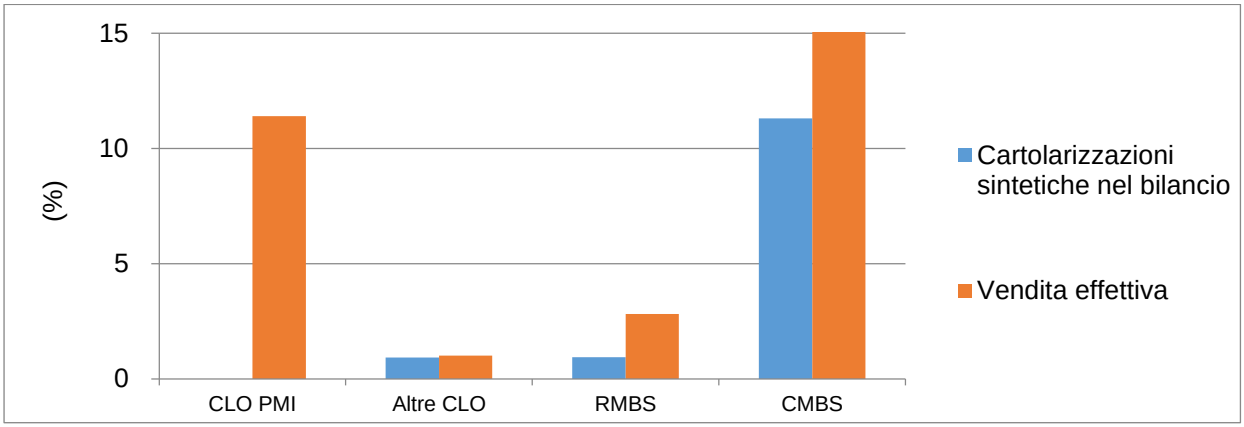
Il cambiamento nella natura del mercato europeo delle cartolarizzazioni sintetiche e la prevalenza delle cartolarizzazioni nel bilancio si spiegano con i bassi tassi di default dello strumento, persino nel corso della crisi finanziaria del 2008. Secondo i dati raccolti dall'ABE, gli investitori nelle operazioni in bilancio hanno subito perdite sostanzialmente inferiori rispetto agli investitori in prodotti sintetici di arbitraggio (cfr. figura 2). Di fatto, i tassi di default relativi al ciclo di vita delle operazioni in bilancio sono stati tendenzialmente migliori anche rispetto alle cartolarizzazioni tradizionali, per tutti i livelli di rating e le classi di attività (cfr. figura 3).

Figura 2: tasso di default relativo al ciclo di vita per i segmenti sintetici alla fine del 2018



Fonte: ABE, S&P

Figura 3: tassi di default relativi al ciclo di vita per cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio e di vendita effettiva, classi di attività selezionate (alla fine del 2018)



Fonte: ABE

Composizione delle attività, compratori e venditori

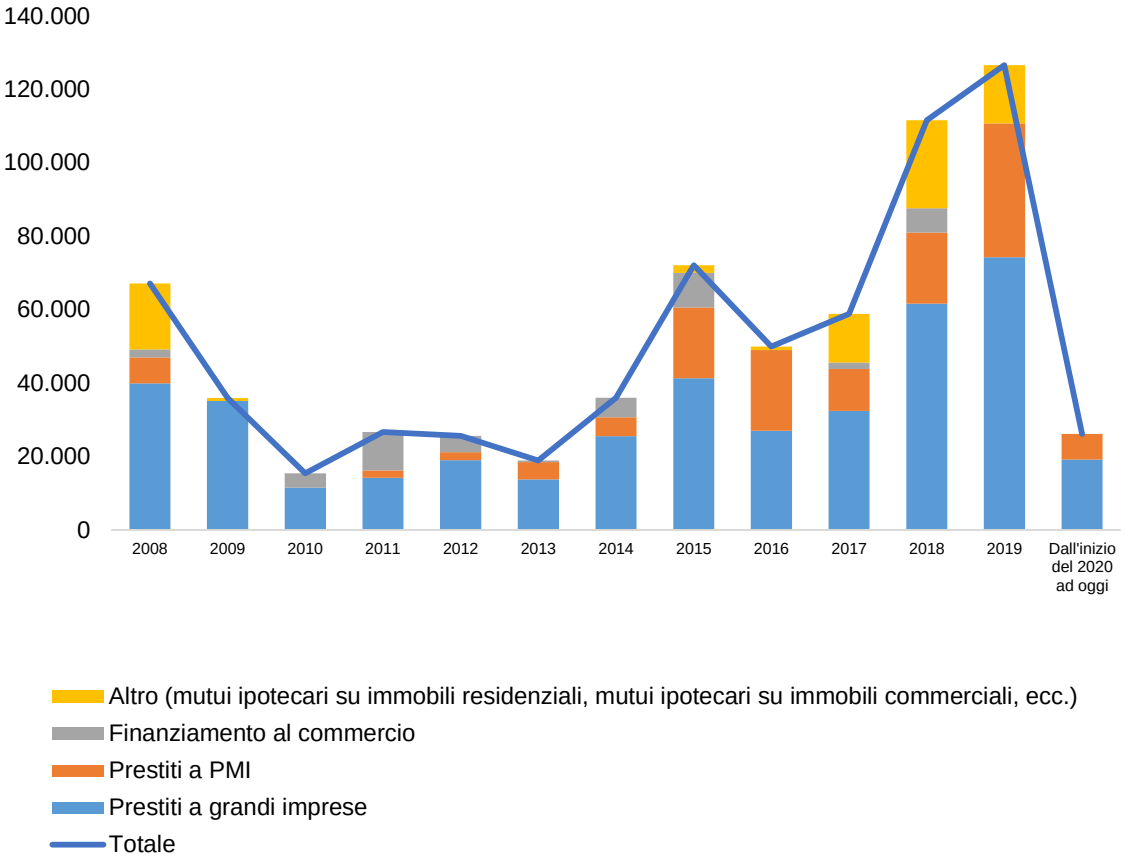
I dati raccolti dall'ABE dimostrano che le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio sembrano essere utilizzate per trasferire il rischio corporate dalle banche ai mercati dei capitali in misura molto più ampia rispetto alle cartolarizzazioni tradizionali. Le classi di attività prevalenti nelle operazioni in bilancio sono prestiti a grandi imprese e PMI, seguite dai finanziamenti al commercio (cfr. figura 4).[8]

Al fine di massimizzare l'obiettivo di alleggerimento dei requisiti patrimoniali, i cedenti di cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio tendono a selezionare classi di attività con elevate ponderazioni del rischio. Inoltre, l'analisi dell'ABE indica che i cedenti di cartolarizzazioni sintetiche

[8] I dati degli ultimi anni indicano una maggiore diversificazione delle classi di attività, con l'inclusione di prestiti specializzati (compresi i prestiti per le infrastrutture), beni immobili commerciali, beni immobili residenziali, crediti commerciali, prestiti per veicoli e classi più insolite quali microcrediti e prestiti agricoli.

nel bilancio tendono a selezionare portafogli che rappresentano la loro attività principale, il che potrebbe rispecchiare la domanda da parte degli investitori di garantire l'allineamento degli interessi. Difatti, è meno frequente che le attività soggette a tensioni o con un elevato rapporto d'indebitamento siano incluse nelle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio rispetto alle cartolarizzazioni tradizionali, il che potrebbe in parte spiegare la differenza osservata in termini di tassi di default. Anche le esposizioni al dettaglio, come i mutui ipotecari su immobili residenziali o i prestiti al consumo, tendono ad apparire meno frequentemente nelle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio, in quanto presentano ponderazioni del rischio più basse, con minori vantaggi in termini di alleggerimento dei requisiti patrimoniali, e sono più suscettibili di essere soggette a limiti di concentrazione interna, ad esempio in termini di ubicazione geografica, tipo di mutuatario o settore economico, rendendole più adatte alle cartolarizzazioni tradizionali.

Figura 4: ripartizione delle classi di attività, milioni di EUR



Fonte: ABE, IACPM

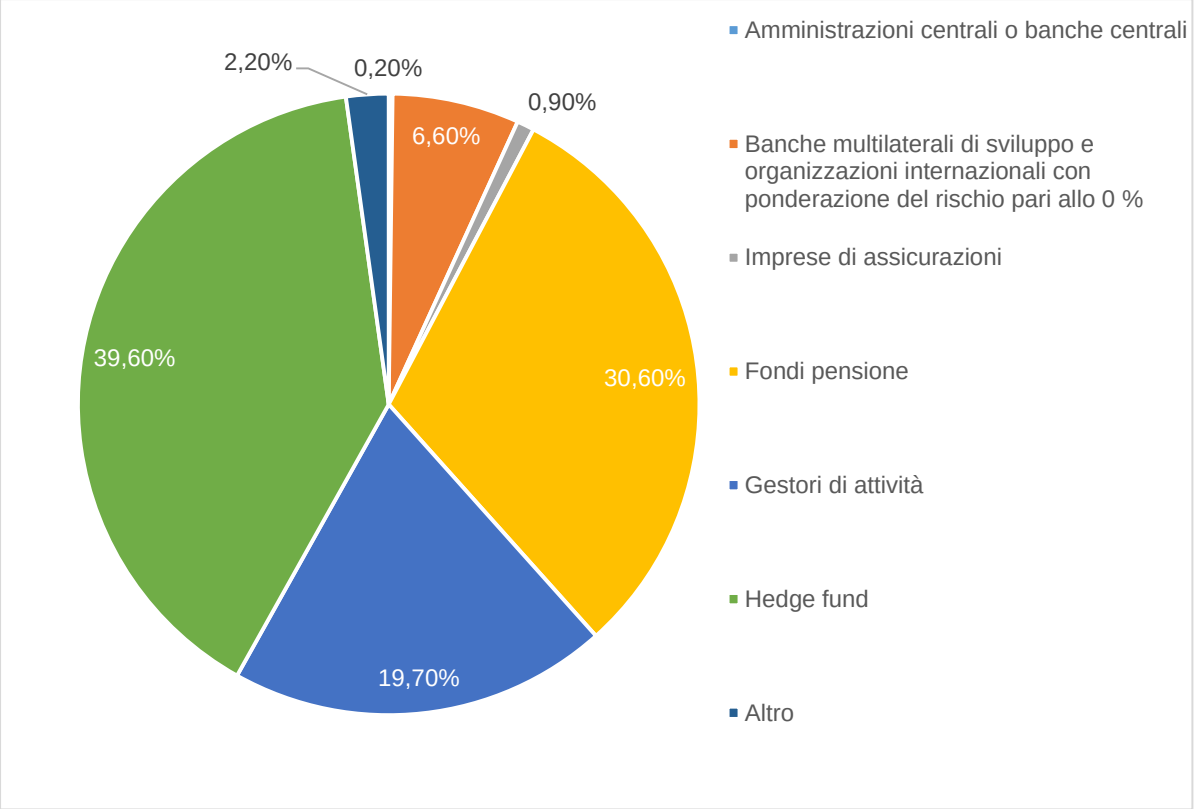
Caratteristiche del mercato

I cedenti sono ora principalmente banche, in particolare banche grandi e importanti dal punto di vista sistemico, che utilizzano modelli basati sui rating interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali. Le ragioni principali che inducono un cedente a cercare di avviare una cartolarizzazione sintetica nel bilancio sono gestire il rischio di credito e liberare capitali. Quest'ultima ragione sta diventando sempre più importante alla luce degli sviluppi normativi, come l'adozione del quadro di Basilea III e l'applicazione dell'IFRS 9.

La maggior parte degli investitori in cartolarizzazioni sintetiche è costituita da soggetti non bancari, solitamente altamente specializzati in investimenti in crediti ed esperti di due diligence del portafoglio. Il portafoglio degli investitori è costituito principalmente da hedge fund, fondi pensione e gestori di patrimoni, mentre le imprese di assicurazioni rappresentano una minoranza trascurabile (cfr.

figura 5). Negli ultimi anni si è assistito all'ingresso di banche multilaterali di sviluppo[9] e di organizzazioni internazionali (tra cui la BEI e il FEI, che continuano ad essere importanti investitori nel mercato delle PMI).

Figura 5: investitori in termini di percentuale del volume di segmenti distribuiti nel periodo 2008-2019



Fonte: IACPM, ABE; nota: MDB: Multilateral Development Bank (banca multilaterale di sviluppo)

I meccanismi di protezione del credito utilizzati nelle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio hanno subito una notevole evoluzione a seguito della crisi finanziaria globale. I meccanismi di protezione del credito di tipo personale (contratti derivati su crediti bilaterali negoziati privatamente, come ad esempio i credit default swap) sono stati quasi interamente sostituiti da protezione di tipo reale (che comporta un pagamento anticipato a favore del compratore della protezione, eliminando in tal modo l'esposizione al rischio di controparte, come le credit linked notes). Difatti, nella sua relazione, l'ABE sottolinea che il 90 % della protezione del credito fornita dagli investitori privati è di tipo reale.

Al di là di questa ulteriore sicurezza fornita dal cambiamento nell'uso dei meccanismi di protezione del credito, la crisi finanziaria ha comportato cambiamenti importanti nel modo in cui il rischio è condiviso e trasferito all'interno del mercato. Secondo l'analisi dell'ABE, i cedenti tendono ora a trasferire la componente junior e/o mezzanine del rischio di credito del portafoglio e a conservare il segmento senior dello stesso portafoglio. Il segmento senior sarebbe in genere il segmento più ampio e rappresenterebbe in media l'87 % circa del volume totale delle operazioni. Questo è un cambiamento importante nella pratica rispetto al periodo precedente la crisi, quando un segmento "super" senior[10] sarebbe stato solitamente collocato presso gli investitori. L'ABE ha osservato che, in reazione

[9] Le banche multilaterali di sviluppo, le cui esposizioni possono beneficiare di una ponderazione del rischio dello 0 %, sono elencate nell'articolo 117, paragrafo 2, del CRR.

[10] La designazione di un segmento "super" senior è una tecnica utilizzata dai cedenti di cartolarizzazioni sintetiche prima della crisi finanziaria globale, al fine di sottolineare la presunta natura priva di rischio del segmento più senior nella struttura delle cartolarizzazioni. Di solito, il segmento al di sotto di quello "super" senior viene classificato come AAA, dando così al segmento "super" senior la classificazione AAAA.

all'entrata in vigore del nuovo quadro di cartolarizzazione, sembra che i segmenti junior siano diventati più "folti", il che potrebbe attrarre nuovi investitori nel mercato.

In termini di distribuzione geografica, molte delle operazioni più importanti erano concentrate in alcuni Stati membri (Regno Unito, Germania, Spagna, Francia e Italia), anche se operazioni sono state registrate anche in altri Stati membri dell'UE. L'analisi dell'ABE mostra inoltre che la maggior parte delle operazioni contiene esposizioni multigiurisdizionali, con la maggior parte di queste ultime comprendenti esposizioni al di fuori dell'Europa.

4. LE CARTOLARIZZAZIONI SINTETICHE NEL BILANCIO RICHIEDEREBBERO UN QUADRO STS SPECIFICO?

Analisi dell'auspicabilità

L'analisi dei pro e dei contro condotta dall'ABE suggerisce che l'introduzione di un quadro STS specifico per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio potrebbe apportare molti benefici a lungo termine ai mercati finanziari e all'economia reale e, in tale misura, dovrebbe migliorare la stabilità finanziaria complessiva.

I principali vantaggi dell'estensione della definizione sono, come implica il nome, l'aumento della semplicità, della trasparenza e della standardizzazione delle cartolarizzazioni sintetiche. Ciò affronterebbe alcune delle principali preoccupazioni associate alle cartolarizzazioni sintetiche, quali la complessità, il livello di rischio, il rischio di arbitraggio e di frodi percepiti e le asimmetrie informative implicate. La valutazione dei rischi eseguita dalle parti interessate e dalle autorità di vigilanza migliorerebbe e il monitoraggio globale del mercato sarebbe notevolmente facilitato. Pur rimanendo il mercato in gran parte su misura e bilaterale, le autorità competenti sarebbero informate su ogni operazione definita STS e avrebbero l'opportunità di seguire le parti interessate. Infine, la standardizzazione del mercato renderebbe più facile l'entrata nel mercato dei nuovi cedenti, il che potrebbe anche attirare un maggior numero di investitori.

Inoltre, l'introduzione degli elementi finali della riforma di Basilea III aumenterebbe l'importanza degli strumenti di gestione del rischio di credito e del capitale, come le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio. In questo contesto, garantendo l'evoluzione del mercato entro i parametri del solido quadro STS si evita il riemergere delle pratiche dannose del passato, a beneficio della stabilità finanziaria.

Tuttavia, l'ABE avverte che l'introduzione di un quadro STS specifico per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio deve essere adeguatamente accompagnata dalla vigilanza per evitare conseguenze negative. In particolare, come per l'etichetta STS delle cartolarizzazioni cash, il rischio di azzardo morale, come ad esempio la negligenza da parte di investitori meno sofisticati, potrebbe aumentare a causa di un'eventuale percezione che la definizione di STS significhi intrinsecamente un prodotto a basso rischio indipendentemente dalle differenze tra le singole operazioni o posizioni all'interno delle operazioni stesse.

Inoltre, ci si chiede se l'introduzione di un quadro STS per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio possa comportare una minore emissione di cartolarizzazioni STS tradizionali. La probabilità che questo rischio si materializzi non è tuttavia significativa. Inoltre l'ABE sottolinea che, data la diversità delle funzioni e degli obiettivi (sia per i cedenti che per gli investitori) dei due strumenti, non ci si dovrebbe aspettare un impatto sostanzialmente significativo sulle cartolarizzazioni tradizionali.

Infine, va osservato che attualmente il quadro internazionale per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e comparabili, sviluppato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) e dall'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO), esclude le cartolarizzazioni sintetiche dal suo ambito di applicazione. Sulla base dei dati raccolti e dell'analisi

tecnica effettuata dall'ABE, vi sono elementi di prova prudenziali per prendere in considerazione un quadro STS specifico per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio.

Analisi di fattibilità

Secondo l'ABE, un quadro STS specifico per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio dovrebbe tenere conto delle specificità strutturali del prodotto che differiscono da quelle delle cartolarizzazioni tradizionali. In particolare, esse includono il rischio credito di controparte, le modalità di trasferimento del credito, nonché le diverse motivazioni e prospettive per i compratori e i venditori della protezione.

Prendendo come base i criteri STS esistenti per le cartolarizzazioni di vendita effettiva, l'ABE ha individuato una serie di criteri STS applicabili alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio, affrontando nel contempo le specificità di queste ultime. I criteri individuati mirano inoltre a garantire che le attività a rischio che non rientrano nell'ambito delle cartolarizzazioni STS tradizionali, come i crediti deteriorati, i titoli garantiti da ipoteche corporate o le CLO, restino fuori dall'ambito di applicazione della definizione di STS.

Per quanto riguarda la semplicità e la trasparenza, molti dei criteri STS per la vendita effettiva possono essere applicati anche alle operazioni sintetiche. Alcuni dovrebbero essere modificati o sostituiti perché non pertinenti nelle operazioni sintetiche. Ad esempio, il criterio della vendita effettiva e la sua applicazione dovrebbero essere sostituiti da una definizione di prodotti sintetici nel bilancio, attentamente elaborata per escludere le operazioni di arbitraggio, e da requisiti per garantire la solidità del contratto di protezione del credito. Sono stati ritenuti necessari anche alcuni nuovi criteri, quali i premi per la protezione del credito e gli eventi di chiusura anticipata delle posizioni.

L'ABE propone un riesame più sostanziale dei criteri di standardizzazione, poiché solo pochi di essi sarebbero rilevanti per le operazioni sintetiche, come ad esempio l'obbligo di mantenimento del rischio. Altri, come ad esempio l'attenuazione dei rischi di tasso di interesse e di cambio o l'allocazione delle perdite e il rimborso del segmento, sono stati modificati per rispecchiare meglio la natura delle pratiche di cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio. Infine, una serie di nuovi criteri specifica aspetti fondamentali quali i meccanismi di protezione del credito, il margine positivo (excess spread) sintetico, gli eventi creditizi e i pagamenti per la protezione del credito. La standardizzazione di questo mercato ampiamente su misura è stata considerata una delle principali sfide per la creazione di un quadro STS efficiente. La serie di criteri proposta tiene conto delle migliori pratiche esistenti sul mercato al fine di stabilire una norma prudente e funzionale.

L'allegato II riporta l'elenco completo dei criteri STS individuati dall'ABE.

Analogamente a quanto avviene per le cartolarizzazioni STS di vendita effettiva, la definizione di cartolarizzazioni sintetiche STS non dovrebbe essere interpretata nel senso che le cartolarizzazioni in questione sono esenti da rischi, ma piuttosto che il prodotto rispetta una serie di criteri e che un venditore e un compratore della protezione diligenti, nonché un'autorità nazionale competente, saranno in grado di analizzare il rischio connesso. I criteri individuati tengono conto delle diverse caratteristiche delle cartolarizzazioni sintetiche, ossia le finalità di gestione del capitale/rischio rispetto al finanziamento, nessun trasferimento tramite vendita effettiva delle attività sottostanti, l'esposizione al rischio di controparte, ecc., e pertanto mirano a garantire la protezione sia dei cedenti che degli investitori (in quanto il cedente è anche un investitore nell'operazione, mantenendo il segmento senior). Al contrario, il quadro STS per la vendita effettiva mira a massimizzare la protezione solo per l'investitore, poiché la vendita delle attività a una SSPE rende la protezione del cedente meno pertinente.

5. TRATTAMENTO PATRIMONIALE PREFERENZIALE

Da un punto di vista prudenziale, le cartolarizzazioni sintetiche sono attualmente trattate come cartolarizzazioni tradizionali (di vendita effettiva) non STS. L'unica eccezione a questo approccio è rappresentata dall'articolo 270 del CRR per le cartolarizzazioni sintetiche dei prestiti alle PMI. L'articolo 270 riguarda il segmento senior mantenuto dal cedente di cartolarizzazioni sintetiche che soddisfano una serie di criteri limitativi:

- almeno il 70 % delle esposizioni cartolarizzate devono essere esposizioni verso PMI ai sensi dell'articolo 501 del CRR;
- le cartolarizzazioni soddisfano i criteri STS per la vendita effettiva applicabili alle cartolarizzazioni sintetiche;
- il rischio di credito non mantenuto dal cedente è trasferito attraverso una garanzia o controgaranzia conforme ai requisiti del CRR in materia di attenuazione del rischio di credito, e il garante/controgarante è a) un'amministrazione centrale o una banca centrale di uno Stato membro, una banca multilaterale di sviluppo o un'organizzazione internazionale e pertanto può ottenere un trattamento della ponderazione del rischio pari allo 0 % in base al metodo standardizzato per il rischio di credito; oppure b) un investitore istituzionale, a condizione che la garanzia o la controgaranzia sia garantita integralmente da un deposito in contanti presso il cedente.

Nonostante alcuni vincoli in termini di dati raccolti e di esperienza pratica con il quadro di cartolarizzazione STS tradizionale, dall'analisi tecnica condotta dall'ABE si potrebbe concludere che i rischi inerenti alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio conformi ai criteri STS adeguati potrebbero richiedere una revisione del CRR nel senso di un trattamento patrimoniale più sensibile al rischio del segmento senior di tali strumenti, allineandolo al trattamento preferenziale delle cartolarizzazioni STS tradizionali. Come osservato dall'ABE, ciò sarebbe giustificato dalle buone prestazioni delle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio rispetto alle cartolarizzazioni sintetiche di arbitraggio e alle cartolarizzazioni tradizionali, con particolare riguardo ai bassi tassi di default e di perdita. Inoltre, l'estensione della definizione di STS permetterebbe di comprendere meglio le cartolarizzazioni sintetiche più semplici, standardizzate e trasparenti, per cui ci si possono attendere minori rischi di agenzia e di modellizzazione.

Come indicato nella relazione dell'ABE, le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio non fanno attualmente parte del quadro STS sviluppato dal Comitato di Basilea, che è incentrato sulle cartolarizzazioni tradizionali. Questa deviazione dalle norme di Basilea sarebbe tuttavia prudenzialmente motivata da dati e analisi tecniche che giustificano la solidità prudenziale di un'estensione del quadro STS alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio.

L'estensione del quadro STS alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio consentirebbe a queste ultime di beneficiare del trattamento patrimoniale preferenziale stabilito per i prodotti STS. Ciò potrebbe tuttavia essere inquadrato in un riesame mirato dell'articolo 270 del CRR che a) garantisca l'estensione del trattamento patrimoniale preferenziale offerto da tale articolo a tutte le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio conformi alla definizione di STS, indipendentemente dal tipo di esposizione sottostante (sopprimendo le disposizioni che limitano attualmente tale articolo alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio composte per almeno il 70 % da esposizioni cartolarizzate verso le PMI) e b) conservi allo stesso tempo l'ambito di applicazione limitato del trattamento patrimoniale preferenziale al segmento senior detenuto dal cedente, ritenuto meno rischioso. In conseguenza di tali adeguamenti, il segmento senior mantenuto dal cedente sarebbe soggetto a un fattore minimo di ponderazione del rischio del 10 %.

Nel complesso, il riesame combinato del quadro STS e del CRR per quanto riguarda le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio, consentendo un trattamento prudenziale differenziato delle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio conformi a STS, rispetto a quelle non conformi a STS e a

quelle di arbitraggio, aumenterebbe la sensibilità al rischio del quadro prudenziale e rafforzerebbe l'attrattiva del quadro STS.

6. CONCLUSIONI

L'analisi condotta dall'ABE dimostra che è possibile stabilire norme per le cartolarizzazioni sintetiche che consentano di attenuare i principali fattori del rischio di strutturazione, come i rischi di agenzia e i rischi di modello, come avviene per le cartolarizzazioni tradizionali, creando così un sottoinsieme di cartolarizzazioni sintetiche paragonabile alle cartolarizzazioni tradizionali STS. Difatti, gli elementi di prova dimostrano che le prestazioni storiche delle cartolarizzazioni sintetiche tendono a superare quelle delle cartolarizzazioni tradizionali per la stessa classe di attività. Da un punto di vista tecnico, infatti, non vi sono elementi di prova che suggeriscano che la struttura delle cartolarizzazioni sintetiche comporti per sua natura perdite più elevate rispetto alla struttura delle cartolarizzazioni tradizionali. Una solida struttura sintetica non incide negativamente sulle prestazioni delle cartolarizzazioni.

L'analisi non evidenzia alcuna conseguenza negativa che potrebbe essere prevedibilmente generata dalla creazione di un quadro STS specifico per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio. D'altro canto, rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni sintetiche e garantire che esso si sviluppi nell'ambito del solido quadro STS comporta una serie di vantaggi positivi per le banche, il mercato finanziario e la stabilità finanziaria in generale. Il trasferimento del rischio dalle banche al settore non bancario è uno degli obiettivi principali dell'Unione dei mercati dei capitali e, facilitando la disponibilità di credito a chi ne ha bisogno, potrebbe promuovere la crescita economica.

Sulla base dell'analisi dell'ABE, è possibile creare un quadro specifico per le cartolarizzazioni sintetiche STS nel bilancio e stabilire un trattamento normativo differenziato, limitato all'adeguamento del limite prudenziale per il segmento senior, che dovrebbe essere mantenuto dall'ente creditizio cedente, a un livello equivalente al quadro STS tradizionale.

ALLEGATI

Allegato I: confronto riassuntivo del mercato delle cartolarizzazioni sintetiche prima e dopo la crisi

	Mercato delle cartolarizzazioni sintetiche prima della crisi	Mercato delle cartolarizzazioni sintetiche dopo la crisi
Mercato	Pubblico	Privato o bilaterale
Tipo di cartolarizzazione	Arbitraggio e bilancio	Quasi esclusivamente nel bilancio
Privato/Pubblico	Soprattutto pubblico e sottoposto a rating	Soprattutto privato e bilaterale
Attività	Soprattutto imprese	Soprattutto imprese, diversificazione e aggiunta di nuove classi di attività
Cedenti	Banche grandi e medie, banche standardizzate che stanno passando all'IRB	Grandi banche, soprattutto istituti finanziari di importanza sistemica
Investitori	Ampio, principalmente ABS	Ridotto, principalmente alternativo
Struttura	Struttura sintetica completa (senior + junior)	Solo mezzanine/junior
Meccanismo di protezione del credito	Tipo personale	Tipo reale e tipo personale per il pubblico

Fonte: ABE, Integer Advisors

Allegato II: panoramica dei criteri STS e confronto con i criteri STS per le cartolarizzazioni tradizionali

Criterio	Confronto con i criteri per le cartolarizzazioni tradizionali (non - ABCP) (riferimenti agli articoli del regolamento sulle cartolarizzazioni)
Semplicità	
Criterio 1: cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio, attenuazione del rischio di credito	Sostituzione del criterio relativo alla vendita effettiva/cessione/cessione in una fase successiva, disposizioni in materia di revocatoria, dichiarazioni e garanzie sull'esecuzione della vendita effettiva (articolo 20, paragrafi da 1 a 5 del regolamento sulle cartolarizzazioni), con definizione delle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio e requisiti per garantire la solidità dei contratti di protezione del credito (criteri di attenuazione del rischio di credito).
Criterio 2: dichiarazioni e garanzie	Adeguamento del criterio relativo alle dichiarazioni e alle garanzie (articolo 20, paragrafo 6): estensione delle dichiarazioni e delle garanzie richieste e adeguamento del loro obiettivo e contenuto.
Criterio 3. criteri di ammissibilità, nessuna gestione attiva del portafoglio	Adeguamento del criterio relativo ai criteri di ammissibilità, nessuna gestione attiva del portafoglio (articolo 20, paragrafo 7): adeguamento delle tecniche di gestione del portafoglio consentite, inclusione di condizioni aggiuntive per la rimozione delle esposizioni sottostanti le cartolarizzazioni.
Criterio 4: omogeneità, obbligazioni opponibili, pieno diritto di rivalsa nei confronti dei debitori, flussi di pagamenti periodici	*Simile (articolo 20, paragrafo 8).*
Criterio 5: esclusione di valori mobiliari	*Simile (articolo 20, paragrafo 8).*
Criterio 6: divieto di ricartolarizzazione	*Simile (articolo 20, paragrafo 9).*
Criterio 7: parametri di sottoscrizione e relative modifiche sostanziali	Adeguamento del criterio sui parametri di sottoscrizione e relative modifiche sostanziali (art. 20, paragrafo 10): chiarimento aggiuntivo rispetto alle tipologie di debitori ammissibili e alla sottoscrizione delle esposizioni sottostanti.
Criterio 8: prestiti autocertificati	*Simile (articolo 20, paragrafo 10).*
Criterio 9: merito di credito del mutuatario	*Simile (articolo 20, paragrafo 10).*
Criterio 10: esperienza del cedente	*Simile (articolo 20, paragrafo 10).*
Criterio 11: esclusione delle esposizioni in default o oggetto di contenziosi pendenti	*Simile (articolo 20, paragrafo 11).*
Criterio 12: almeno un pagamento effettuato	*Simile (articolo 20, paragrafo 12).*

NUOVO criterio: premi per la protezione del credito	Precisazione che i premi per la protezione del credito dovrebbero essere condizionati, vale a dire che l'importo effettivo del premio versato dovrebbe essere in funzione delle dimensioni e del rischio di credito del segmento protetto. Non sono ammessi premi garantiti, premi anticipati, meccanismi di sconto o altri meccanismi di natura analoga.
NUOVO criterio: eventi di chiusura anticipata	Specificazione di un numero limitato e completo di eventi di chiusura anticipata.
Standardizzazione	
Criterio 13: requisiti di mantenimento del rischio	*Simile (articolo 21, paragrafo 1).*
Criterio 14: adeguata attenuazione dei rischi di tasso di interesse e di cambio	Adeguamento del criterio relativo all'attenuazione dei rischi di tasso di interesse e di cambio (articolo 21, paragrafo 2): per specificare ulteriormente le misure per un'adeguata attenuazione dei rischi di tasso di interesse e di cambio, adattate alle cartolarizzazioni sintetiche.
Criterio 15: pagamenti dell'interesse legato a un tasso di riferimento	*Simile (articolo 21, paragrafo 3).*
Criterio 16: requisiti dopo l'avvio di un'azione esecutiva o la notifica di una messa in mora	Adeguamento del criterio relativo ai requisiti dopo l'avvio di un'azione esecutiva o la notifica di una messa in mora (art. 21, par. 4): adattato in modo da tener conto del fatto che non tutte le cartolarizzazioni sintetiche si avvalgono della SSPE.
Criterio 17: ripartizione delle perdite e dei rimborsi dei segmenti	Adeguamento del criterio relativo ai requisiti per la priorità di pagamento non sequenziale (articolo 21, paragrafo 5): adeguato con requisiti supplementari in materia di rimborso pro rata e allocazione delle perdite.
Criterio 18: clausole di rimborso anticipato/eventi attivatori della conclusione del periodo rotativo	Adeguamento del criterio relativo alle clausole di rimborso anticipato/eventi attivatori della conclusione del periodo rotativo (articolo 21, paragrafo 6): adeguato con requisiti per il rimborso anticipato solo in caso di ricorso a una SSPE.
Criterio 19: documentazione riguardante l'operazione	Adeguamento del criterio relativo alla documentazione riguardante l'operazione (articolo 21, paragrafo 7): con requisiti aggiuntivi per le norme e procedure di gestione.
Criterio 20: esperienza del gestore	*Simile (articolo 21, paragrafo 8).*
Criterio 21: registro di riferimento	Sostituzione del criterio sulle definizioni, i mezzi di ricorso nella documentazione riguardante l'operazione (articolo 21, paragrafo 9): i requisiti per la documentazione riguardante l'operazione per specificare le condizioni di pagamento sono inclusi in criteri distinti.
Criterio 22: risoluzione tempestiva dei contenziosi tra gli investitori	*Simile (articolo 21, paragrafo 10).*
NUOVO criterio: eventi creditizi	Definizioni di eventi creditizi, compreso il riferimento al testo del CRR esistente e misure di concessione.
NUOVO criterio: pagamenti per la protezione del credito	I criteri per i pagamenti per la protezione del credito, tra cui quello secondo cui dovrebbero essere basati sulla perdita effettiva.

NUOVO criterio: pagamenti per la protezione del credito a seguito del regolamento definitivo/di close-out alla scadenza legale finale dell'accordo per la protezione del credito	Specificazione dei criteri per garantire un livello minimo di tempestività dei pagamenti per la protezione del credito.
NUOVO criterio: margine positivo sintetico	Specificazione delle condizioni alle quali è consentito al cedente di impegnarsi rispetto ad un margine positivo sintetico nell'operazione. Occorre specificare l'interazione tra il margine positivo sintetico e la potenziale valutazione dell'autorità di vigilanza per quanto riguarda l'ottenimento di un trasferimento del rischio significativo e proporzionato.
NUOVO criterio: protezione del credito, controparti e garanzie ammissibili	Specificazione di un insieme chiaro di norme per il dispositivo di protezione del credito e le garanzie nell'operazione.
Trasparenza	
Criterio 23: dati storici sulla performance in termini di inadempienze e perdite	*Simile (articolo 22, paragrafo 1).*
Criterio 24: verifica esterna del campione	*Simile (articolo 22, paragrafo 2).*
Criterio 25: modello di flusso di cassa delle passività	*Simile (articolo 22, paragrafo 3).*
Criterio 26: performance ambientale delle attività	*Simile (articolo 22, paragrafo 4).*
Criterio 27: rispetto dei requisiti di trasparenza	*Simile (articolo 22, paragrafo 5).*
NUOVO criterio: agente verificatore	Introduzione della necessità di nominare un agente terzo indipendente incaricato della verifica di elementi specifici della *credit notice* per ogni esposizione sottostante.

Fonte: ABE