

Hogan  
Lovells

**CELF** Center of  
European  
Law and Finance



UNIVERSITÀ  
**LUM**  
GIUSEPPE  
DEGENNARO

# Verso un nuovo Safe Asset Europeo

**POSITION PAPER**

9 ottobre 2024



# Indice

	SCOPO DELLA RICERCA	2
<b>1</b>	<b>CAPITAL MARKET UNION – ORIGINI E PROSPETTIVE</b>	<b>4</b>
	1.1. Il primo piano d'azione della Commissione del 2015	4
	1.2. Il secondo piano d'azione della Commissione del 2015	4
	1.3. CMU: attuali prospettive	5
	1.4. Analisi dei KPI	
	A. KPI 1: "Market Finance Indicator"	
	B. KPI 2: "Pre-IPO Risk Capital Indicator"	5
	C. KPI 3: "Household Market Investment Indicator"	
<b>2</b>	<b>LA CMU E LO STRUMENTO DELLA CARTOLARIZZAZIONE</b>	<b>9</b>
	2.1. CMU e la centralità dello strumento della cartolarizzazione	9
	2.2. La flessione dell'uso dello strumento della cartolarizzazione, una panoramica del mercato italiano e le proposte di modifica al quadro normativo europeo	10
<b>3</b>	<b>LA CARTOLARIZZAZIONE CON GARANZIA BEI/FEI SULLA TRANCHE SENIOR COME NUOVO SAFE ASSET EUROPEO</b>	<b>14</b>
	3.1. Introduzione	14
	3.2. Esperienze simili: focus su GACS	14
	3.3. Focus su GACS e Commissione UE	16
	3.4. Focus su FEI e garanzie rilasciate nel conteso delle cartolarizzazioni.	17
	3.5. La nuova cartolarizzazione con garanzia europea quale safe asset europeo	17
	3.6. L'uso del direct lending quale forma di finanziamento alternativo per le PMI	18
<b>4</b>	<b>CONCLUSIONI</b>	<b>19</b>

## Scopo della ricerca

L'obiettivo del presente *position paper* è di suggerire la realizzazione di un *safe asset* europeo mediante l'emissione di titoli *asset-backed* garantiti dal garante sovranazionale europeo (Banca Europea per gli Investimenti/Fondo Europeo per gli Investimenti) con l'obiettivo di conferire stabilità ed omogeneità al mercato finanziario europeo. Nella costituzione di tale nuovo *safe asset* europeo, la cartolarizzazione assume, quindi, ad avviso degli scriventi, un ruolo centrale tenuto conto dei vantaggi che tale strumento può apportare agli investitori e al mercato europeo. La cartolarizzazione, come è noto, è lo strumento ponte tra il mercato dei capitali e quello tradizionale bancario che meglio permette di diversificare le fonti di finanziamento anche in considerazione della rischiosità dell'*asset* da cartolarizzare.

In tale prospettiva, è importante creare le condizioni per lo sviluppo del relativo mercato che, come si vedrà nel presente contributo, ha subito in Europa una flessione significativa a partire dalla grande crisi del 2007 determinata dal *default* delle cartolarizzazioni dei mutui *sub-prime* in USA. A causa di questi eventi, il mercato della cartolarizzazione non sembra essersi ripreso dallo stigma che accompagna tali operazioni, nonostante i livelli di *default* osservati in Europa restino contenuti. In effetti, mentre il mercato USA ha recuperato ed è cresciuto rispetto alla contrazione subita a seguito della crisi degli anni 2007 e seguenti, il mercato europeo non ha mostrato la medesima resilienza.

Nel delineato contesto, l'esigenza di un'impellente creazione di una Unione dei Mercati di Capitali, da tempo avvertita in sede UE, è dunque correlata alla necessità di adottare gli opportuni provvedimenti, in questa sede suggeriti, in materia di cartolarizzazione affinché a quest'ultima venga riconosciuto un ruolo primario.

### Chi siamo

#### Comitato di coordinamento

##### **Prof. Avv. Patrizio Messina**

Country Managing Partner di Hogan Lovells Italia.  
Professore Associato di Diritto dell'economia presso l'Università San Raffaele di Roma.

##### **Prof. Giovanni Tria**

Già Professore Ordinario di Economia politica presso l'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata".  
Ministro dell'Economia e delle Finanze dal 1° giugno 2018 al 5 settembre 2019 nel Governo Conte I.

#### Comitato scientifico

##### **Prof. Avv. Diego Rossano**

Direttore scientifico del CELF.  
Professore Ordinario di Diritto dell'economia presso l'Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

##### **Avv. Annalisa Dentoni-Litta**

Partner di Hogan Lovells Italia

##### **Avv. Salvatore Graziadei**

Counsel di Hogan Lovells Italia

##### **Prof. Massimo Mariani**

Professore ordinario di Finanza aziendale presso la Libera Università Mediterranea "Giuseppe De Gennaro".

##### **Dott. Pasquale Chiofalo**

Senior Manager - Corporate Finance and M&A – FSI presso Deloitte.

##### **Dott. Umberto Rorai**

Senior Partner presso Deloitte.

##### **Dott. Marco Casini**

Director - FSI presso Deloitte.

# 1

## Introduzione

### Capital market union – origini e prospettive

#### 1.1. Il primo piano d'azione della Commissione del 2015

Il 30 settembre 2015, la Commissione Europea lanciava il “Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali”<sup>(1)</sup> con l'obiettivo di creare un'Unione dei Mercati dei Capitali (c.d. *Capital Market Union – CMU*), ovvero un mercato europeo dei capitali unico per tutti gli stati membri caratterizzato da forti collegamenti tra risparmio e crescita, capace di fornire maggiore scelta e migliori rendimenti a consumatori e investitori e di offrire alle imprese maggiori opzioni di finanziamento (anche in alternativa al finanziamento bancario) nelle varie fasi del loro sviluppo. La realizzazione della CMU passava anche necessariamente per un profondo ripensamento dell'infrastruttura giuridica applicabile al mercato dei capitali, al fine di introdurre previsioni normative e rimuovere gli ostacoli normativi per:

- a) supportare finanziamenti alle *start-up*, la digitalizzazione e progetti *green*;
- b) facilitare investimenti transfrontalieri;
- c) mobilitare la capacità bancaria per sostenere l'economia nel suo complesso;
- d) semplificare l'accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati aperti al pubblico.

In sostanza, tutte misure tese a sviluppare e rendere più resiliente l'economia europea.

#### 1.2. Il secondo piano d'azione della Commissione del 2015

Partendo dalla constatazione che – nonostante alcuni progressi realizzati rispetto all'agenda fissata nel 2015 – il mercato europeo dei capitali continuava ad essere molto frammentato e caratterizzato da ostacoli significativi per la creazione della CMU, che non permettevano ai cittadini e alle imprese europee di beneficiare di un sistema finanziario competitivo, efficiente ed integrato, in data 24 settembre 2020, la Commissione ha adottato un nuovo piano d'azione per l'Unione dei Mercati dei Capitali<sup>(2)</sup>. Nell'ambito di tale nuovo piano, la Commissione si è impegnata a realizzare 16 nuove azioni per conseguire tre obiettivi principali:

- e) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee;

<sup>(1)</sup> Si veda “Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali” del 30.9.2015.

<sup>(2)</sup> Si veda “Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione del 24.9.2020

- f) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; e
- g) far convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico.

#### 1.3. CMU: attuali prospettive

Per valutare lo *status* di attuazione della CMU risultano emblematiche le parole del governatore della Banca d'Italia, Fabio Panetta, che sulle pagine dell'“ECB Blog”<sup>(3)</sup> ha sottolineato l'insufficienza delle misure messe in campo per la realizzazione della CMU e la conseguente necessità per l'Europa di pensare più “in grande”. Infatti, come emerge dai dati analizzati nel corso di tale trattazione, il mercato dei capitali europeo rimane ancora molto frammentato e meno sviluppato rispetto a quello di altre economie avanzate, basti pensare che nell'area-euro, i mercati obbligazionari in percentuale del PIL risultano essere tre volte più piccoli rispetto a quelli degli Stati Uniti.

Sulla stessa linea d'onda si colloca, l'analisi effettuata da Giovanni Sabatini, direttore generale dell'ABI,<sup>(4)</sup> che ha sottolineato l'esigenza di superare la “*dicotomia tra unione dei mercati dei capitali e unione bancaria*” dove il ricorso al mercato dei capitali è visto come meramente alternativo al finanziamento bancario. Si propone, quindi, un cambio di visione radicale teso alla costruzione di un'unione dei mercati finanziari europei, in relazione al quale il mercato dei capitali, il mercato del credito e il mercato assicurativo costituiscono dei “*sottoinsiemi, dei segmenti del più ampio mercato finanziario, tra loro necessariamente connessi e complementari*”.

Inoltre, Enrico Letta, ex presidente del consiglio italiano, nel presentare il rapporto “*Much More Than a Market*”<sup>(5)</sup> ha sottolineato come “*il tentativo di creare l'Unione dei mercati dei capitali nell'ultimo decennio non ha avuto successo, tra le altre cause, perché è stato percepito come fine a se stesso. La vera integrazione dei mercati finanziari in Europa non si realizzerà fino a quando i cittadini e i politici europei non riconosceranno che tale integrazione non è semplicemente vantaggiosa per la finanza in sé, ma è fondamentale per raggiungere obiettivi generali altrimenti irraggiungibili, come la transizione equa, verde e digitale*”.

Da ultimo e, nella medesima prospettiva dei Documenti pubblicati negli scorsi mesi, lo scorso 9 settembre è stato pubblicato il Report, “*The future of European competitiveness*” redatto da Mario Draghi, il quale evidenzia che sia “*indubbio che l'emissione di un safe asset comune renderebbe la CMU molto più facile da realizzare e più completa. In primo luogo, faciliterebbe la determinazione uniforme dei prezzi delle obbligazioni societarie e dei derivati fornendo un parametro di riferimento fondamentale, contribuendo a sua volta a standardizzare i prodotti finanziari in tutta l'UE e rendendo i mercati più trasparenti e comparabili. In secondo luogo, fornirebbe un tipo di garanzia sicura che può essere utilizzata in tutti gli Stati membri e in tutti i segmenti di mercato, nelle attività delle controparti centrali e negli scambi di liquidità interbancari, anche su base transfrontaliera. In terzo luogo, un'attività sicura comune fornirebbe un mercato ampio e liquido che attirerebbe gli investitori a livello globale, portando a una riduzione dei costi del capitale e a mercati finanziari più efficienti in tutta l'UE*”<sup>(6)</sup>.

<sup>(3)</sup> Si veda “Europe needs to think bigger to build its capital markets union” disponibile al seguente sito internet <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog230830-cfe3be0960.en.html>

<sup>(4)</sup> Si vedano “L'unione dei mercati finanziari europei, una diversa prospettiva” pubblicato sul Sole 24 Ore del 3-4-2024 e “Proposte per il rilancio del mercato delle cartolarizzazioni in Europa” pubblicato su Milano Finanza il 12-4-2024.

<sup>(5)</sup> Il report è disponibile al seguente sito internet <https://www.consiliium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>

<sup>(6)</sup> Il report è disponibile al seguente sito internet [https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead\\_en#paragraph\\_47059](https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en#paragraph_47059)

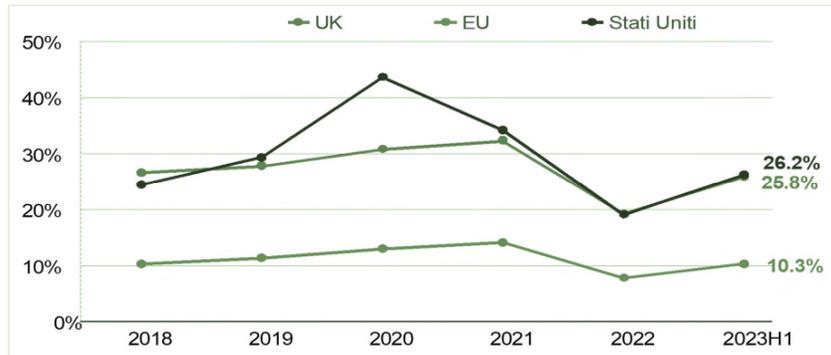
Anche facendo riferimento ai dati riportati di seguito, emerge, quindi, chiara l'esigenza di ripensare l'infrastruttura giuridica della CMU e di rafforzare e/o ripensare alcuni strumenti quali la cartolarizzazione quale strumento di collegamento tra mercato del credito e mercato dei capitali.

#### 1.4. Analisi dei KPI

Attraverso la visualizzazione dei principali KPI elaborati nel report annuale dell'AFME "Capital Markets Union: Key Performance Indicators" <sup>(7)</sup>, è possibile notare chiaramente come, nel medio termine, l'Unione Europea non abbia compiuto progressi significativi nel migliorare la profondità dei suoi mercati dei capitali. I dati mostrano che, nonostante alcuni miglioramenti marginali, l'UE continua a rimanere indietro rispetto a Stati Uniti e Regno Unito in termini di competitività globale. Il divario tra i mercati resta netto, indicando la necessità di ulteriori riforme strutturali e politiche per rafforzare la posizione dell'UE nel panorama finanziario internazionale. Questi risultati suggeriscono che l'UE deve intensificare gli sforzi per sviluppare un mercato dei capitali più integrato e competitivo, capace di sostenere meglio l'economia del continente e di attirare maggiori investimenti internazionali.

##### A. KPI 1: "Market Finance Indicator"

Il "Market Finance Indicator" <sup>(8)</sup> misura la capacità delle imprese di raccogliere finanziamenti sui mercati pubblici. L'indicatore quantifica la percentuale di finanziamenti totali per le società non finanziarie forniti da strumenti del mercato dei capitali (azioni e obbligazioni). L'indicatore calcola ciò facendo il rapporto tra i finanziamenti delle società non finanziarie derivanti da mercati di capitali (emissioni di azioni e vari tipi di obbligazioni) e i finanziamenti totali delle società non finanziarie (emissioni di azioni, vari tipi di obbligazioni e prestiti bancari). I dati relativi agli strumenti finanziari utilizzati per il calcolo dell'indicatore sono relativi alle loro nuove emissioni nell'anno di riferimento.



Fonte: AFME - Capital Markets Union Key Performance Indicators, Sixth Edition 2023

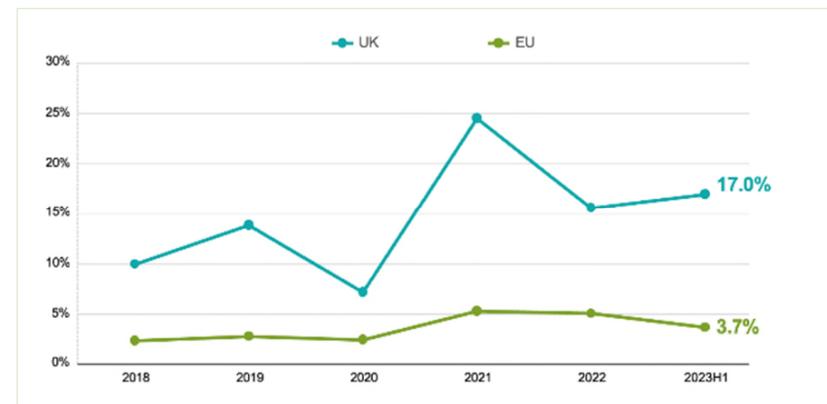
Nonostante il recente aumento dell'emissione di obbligazioni, le imprese dell'UE continuano a dipendere eccessivamente dai prestiti bancari. L'utilizzo del mercato dei capitali rimane al di sotto dei livelli storici, con la media della proporzione di finanziamenti delle società non finanziarie (SNF)

derivata da obbligazioni e azioni pari all'11,5% nel periodo 2016-2019, gli anni precedenti alla pandemia.

Questa dipendenza dal settore bancario si evidenzia maggiormente quando si confrontano le SNF europee con quelle statunitensi e britanniche, le quali, rispettivamente, mostrano una tendenza molto più marcata verso l'uso del mercato dei capitali, con una percentuale del 26,2% e 25,8%.

##### B. KPI 2: "Pre-IPO Risk Capital Indicator"

L'indicatore misura la capacità delle piccole e medie imprese (PMI) di raccogliere capitale di rischio azionario dai mercati privati. L'indicatore è misurato come rapporto tra il flusso di investimenti in capitale di rischio rispetto al flusso di nuovi finanziamenti per le PMI (compresi i prestiti bancari).



Fonte: AFME - Capital Markets Union Key Performance Indicators, Sixth Edition 2023

Gli ultimi valori dell'indicatore per l'UE mostrano un calo dal picco del 5,3% osservato nel 2021 al 3,7% nella prima metà del 2023. Questo calo è stato principalmente determinato da un minor afflusso di capitale di rischio per le PMI, rispetto ai volumi record osservati nel 2021 e 2022. Nonostante nel Regno Unito si sia verificato un calo significativo dal 2021, l'Europa rimane molto indietro. Il mercato del capitale di rischio del Regno Unito, anche se in declino, continua a essere più profondo rispetto a quello europeo, il quale risulta fortemente dipendente dal debito bancario.

##### C. KPI 3: "Household Market Investment Indicator"

L'Indicatore misura la disponibilità di risparmi da parte degli investitori al dettaglio per investire in strumenti dei mercati dei capitali. Questo rapporto è stimato come le attività finanziarie delle famiglie (escludendo contanti, depositi e azioni non quotate) come percentuale del PIL. Le classi di attivi aggregate come "attività finanziarie delle famiglie" in questo indicatore includono azioni quotate, quote di fondi di investimento, obbligazioni, riserve delle assicurazioni sulla vita e investimenti dei fondi pensione.

<sup>(7)</sup> Il report è disponibile al seguente sito internet <https://www.afme.eu/publications/reports/details/capital-markets-union-key-performance-indicators--sixth-edition-2023>

<sup>(8)</sup> Il report è disponibile al seguente sito internet <https://www.afme.eu/publications/reports/details/capital-markets-union-key-performance-indicators--sixth-edition-2023>

# 2 La CMU e lo strumento della cartolarizzazione

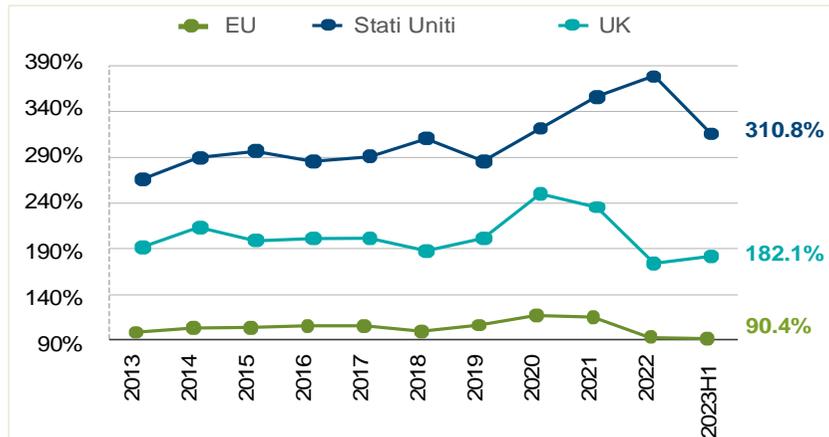
## 2.1. CMU e la centralità dello strumento della cartolarizzazione

Analizzate le perplessità intorno allo sviluppo della CMU, devono evidenziarsi gli strumenti che possono costituire un *boost* alla realizzazione della stessa, ed in particolare i vantaggi che il *tool* “cartolarizzazione” può comportare nell’ambito del mercato dei capitali. Dapprima rifacendosi ancora all’analisi di Giovanni Sabatini, si evidenzia come “*la realizzazione di un mercato finanziario europeo efficiente, liquido e in grado di soddisfare le esigenze di finanziamento dell’economia europea passa anche attraverso il rilancio del mercato delle cartolarizzazioni*” e ancora rifacendoci all’analisi di Enrico Letta, “*la cartolarizzazione funge da collegamento unico tra il mercato del credito e quello dei capitali. In questo senso, il mercato delle cartolarizzazioni offre un potenziale significativo. L’aumento del suo utilizzo comporta due vantaggi fondamentali: (i) ampliare e diversificare il pool di attività disponibili per gli investimenti e (ii) sbloccare la capacità di bilancio delle banche per facilitare ulteriori finanziamenti.*”

La cartolarizzazione risulta essere uno strumento essenziale per il finanziamento dell’economia, in quanto consente di allocare in modo efficiente il rischio agli investitori più adatti a sostenerlo e inoltre apporta degli indubbi vantaggi in un mercato finanziario - come quello europeo - caratterizzato da una considerevole predominanza di finanziamenti erogati attraverso il sistema bancario tradizionale.

Deve considerarsi che dal punto di vista delle banche la cartolarizzazione rappresenta sia uno strumento di puro rifinanziamento che una modalità di gestione ed efficientamento del proprio capitale. Se è vero che la funzione di rifinanziamento non è il principale valore aggiunto della cartolarizzazione, in quanto le banche dispongono anche di altre fonti di finanziamento (e.g. depositi bancari, *covered bond*) e altresì vero che (tra tutti) la cartolarizzazione è lo strumento che meglio permette di diversificare le fonti di finanziamento anche in considerazione della rischiosità dell’asset da cartolarizzare. L’altro vantaggio chiave della cartolarizzazione per le banche è - qualora siano rispettati i relativi parametri - la capacità di deconsolidare (da parte delle banche) la maggior parte degli asset cartolarizzati, il che significa che le banche possono utilizzare il proprio capitale in modo più efficiente, ad esempio, favorendo nuovi impieghi. Mediante il deconsolidamento delle attività dal bilancio, le banche possono mantenere costante la leva finanziaria, aumentando al contempo, i volumi di emissione dei prestiti all’economia reale. Appare quindi evidente come, a differenza delle emissioni di *covered bond*, la cartolarizzazione trasferisca il rischio di credito dalle banche, liberando così risorse per soddisfare i requisiti del coefficiente di solvibilità <sup>(9)</sup>.

<sup>(9)</sup> Si veda sul punto il documento “*Developing European Capital Markets to Finance the Future - Proposals for a Savings and Investments Union*” datato aprile 2024 e disponibile al sito internet [6b8593b5-ca31-45a3-b61c-11c95d0fc4b \(economie.gouv.fr\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/developing-european-capital-markets-to-finance-the-future-proposals-for-a-savings-and-investments-union). Tale documento è stato redatto da un comitato di esperti per nominati dal ministro francese Bruno Le Maire con l’obiettivo di formulare proposte concrete al fine di rivitalizzare la CMU. Sia consentito un rinvio al recente Paper di Mario Draghi “*The future of European competitiveness*”, disponibile al seguente link <https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c->

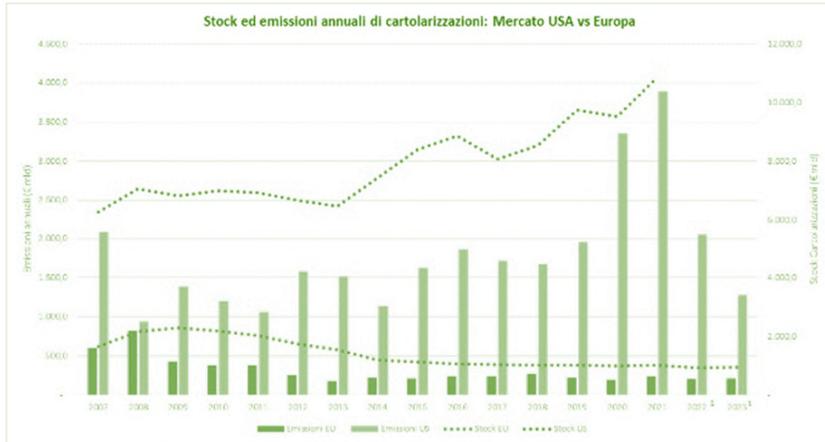


Fonte: AFME - Capital Markets Union Key Performance Indicators, Sixth Edition 2023

L’indicatore degli investimenti finanziari delle famiglie si attesta al 90,4% nel 2023, in calo rispetto al 91,4% del 2022. Sebbene ci si aspettasse che i livelli di investimento al dettaglio si normalizzassero dopo la pandemia a causa della riduzione e dell’esaurimento dei risparmi, il continuo calo nel 2023 è preoccupante. Osservando nel dettaglio il numeratore e il denominatore dell’indicatore si nota che l’importo investito in attività rilevanti è in realtà leggermente aumentato. Tuttavia, questo aumento non è stato in grado di compensare la crescita nominale del PIL dell’UE del 4% nel 2023 (annualizzato), portando a un calo complessivo del rapporto. Una notevole differenza emerge se si confrontano questi dati con quelli di Stati Uniti e Regno Unito dove emerge una consolidata tendenza da parte degli investitori a destinare una parte sostanziale dei loro risparmi al mercato dei capitali. La scarsa partecipazione ai mercati dei capitali da parte delle famiglie limita lo sviluppo di un ecosistema finanziario robusto e competitivo e vincola le società a ricorrere a finanziamenti bancari. Una maggiore propensione degli investitori al dettaglio a partecipare ai mercati dei capitali favorirebbe un ambiente finanziario più dinamico e resiliente, capace di sostenere una crescita economica più sostenuta e diversificata.

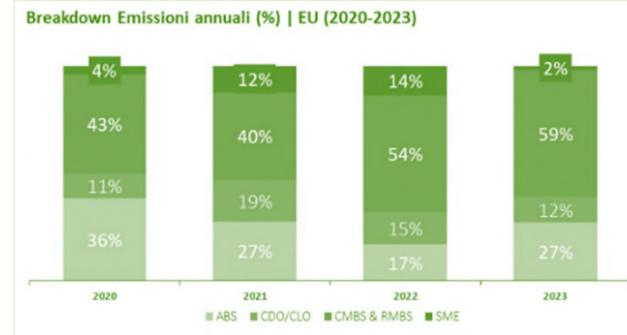
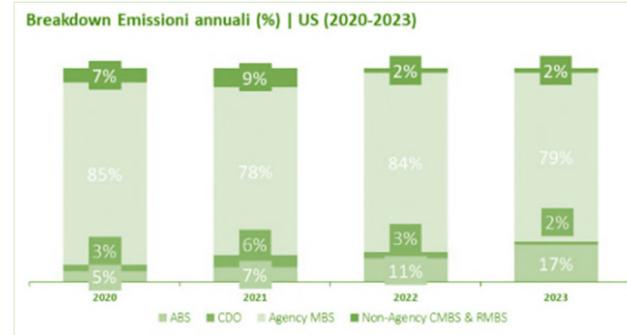
## 2.2. La flessione dell'uso dello strumento della cartolarizzazione, una panoramica del mercato italiano e le proposte di modifica al quadro normativo europeo

Il mercato delle cartolarizzazioni ha subito in Europa una flessione significativa a partire dalla grande crisi del 2007 determinata dal *default* delle cartolarizzazioni dei mutui *sub-prime* in USA e da allora lo strumento della cartolarizzazione non sembra essersi ripreso dallo stigma che le accompagna, nonostante i livelli di *default* osservati in Europa sulle cartolarizzazioni restano alquanto contenuti. Difatti, mentre il mercato USA ha recuperato ed è cresciuto rispetto alla contrazione subita post 2007, il mercato europeo non ha mostrato la medesima resilienza, confermando un *trend* di lenta ma continua contrazione.



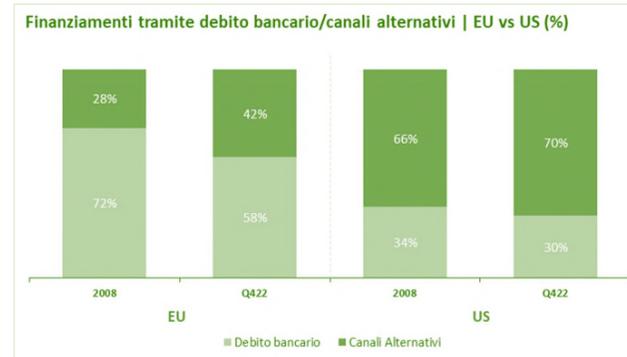
Fonte: Rielaborazione Deloitte su dati AFME "Financing SMEs and Entrepreneurs 2024" (1) per gli anni 2022 e 2023 i dati sullo stock USA non sono disponibili

Oltre che in termini di volumi, le differenze emergono anche in termini di composizione: il mercato americano risulta in modo importante supportato dalle agenzie governative Fannie Mae e Freddie Mac, mentre in Europa il mercato risulta essere più variegato tra le varie *asset class* e non beneficia dello stimolo che un eventuale operatore nazionale o sovranazionale potrebbe fornire al mercato.



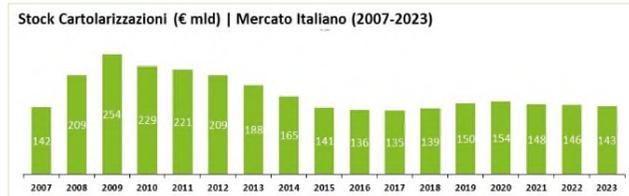
Fonte: Rielaborazione Deloitte su dati AFME "Financing SMEs and Entrepreneurs 2024"

Ulteriori differenze emergono in termini di canali di approvvigionamento: mentre le società europee sono molto più legate al sistema bancario, il sistema USA beneficia di un mercato dei capitali molto più efficiente e sviluppato consentendo quindi alle società di sfruttare canali di *funding* alternativi a quello bancario.



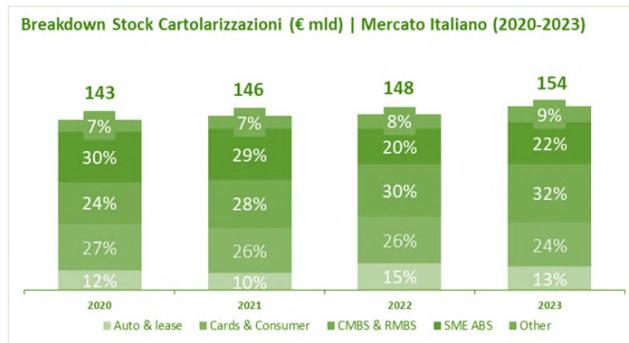
Fonte: Rielaborazione Deloitte su dati ECB "The European Small Business Finance Outlook 2023"

Focalizzandosi sul mercato italiano, è evidente come il *trend* decrescente osservato nel mercato europeo è riflesso anche nei volumi cartolarizzati in Italia, dove al netto di una lieve ripresa registrata a partire dal 2018 e connessa all'utilizzo dello strumento delle GACS, il settore della finanza strutturata stenta a decollare.



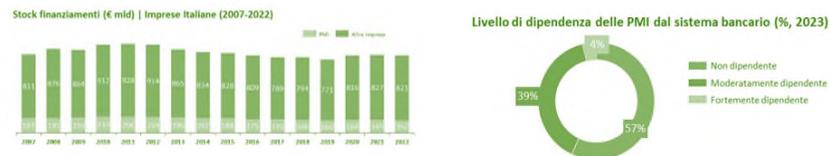
Fonte: Rielaborazione Deloitte su dati AFME "Financing SMEs and Entrepreneurs 2024"

Andando ad analizzare la tipologia di *asset class*, nel mercato italiano i titoli di cartolarizzazione aventi come sottostante finanziamenti erogati a PMI rappresentano una quota inferiore al 25%, con un lieve *trend* di decrescita osservato nel corso degli ultimi anni



Fonte: Rielaborazione Deloitte su dati AFME "Financing SMEs and Entrepreneurs 2024"

Nel sistema italiano in cui le banche svolgono un ruolo fondamentale per la crescita delle imprese - come riportato nel "Rapporto Cerved PMI 2023", oltre il 40% delle PMI italiane risulta essere dipendente dai finanziamenti bancari, pertanto, per le ragioni sopra esposte, lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni potrebbe fungere da volano per l'espansione di canali alternativi per il finanziamento alle imprese. In particolare, in Italia, l'ammontare dello *stock* dei finanziamenti alle imprese non mostra dei segnali di ripresa significativi.



Fonte: Rielaborazione Deloitte su dati AFME "Financing SMEs and Entrepreneurs 2024"

Infine, tali evidenze vanno ulteriormente analizzate alla luce delle varie misure di sostegno che agevolano, da una parte, l'accesso al credito alle imprese, e, dall'altro, aiutano le banche nel liberare capitale da mettere a servizio di nuovi erogazioni. Gli schemi di garanzia offerti a più riprese, e con finalità diverse, dal MedioCredito Centrale – Banca del Mezzogiorno S.p.A (MCC) o da SACE S.p.A, e le garanzie concesse dai programmi lanciati dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) a mitigazione del rischio del credito, hanno giocato un ruolo fondamentale nel sostenere i finanziamenti, ma si sono al contempo dimostrati insufficienti. Infatti, in un sistema dove la centralità delle banche come fonte di approvvigionamento delle imprese è fondamentale, tali strumenti si sono ad oggi mostrati non sufficienti nello stimolare l'intervento, e quindi lo sviluppo, del mercato dei capitali.

In tale direzione, nel corso degli ultimi anni, vari sforzi sono stati fatti a livello europeo con l'intento di stimolare il mercato: ad esempio, in data 12 dicembre 2017, si è intervenuti per cercare di fornire un quadro normativo omogeneo applicabile alle cartolarizzazioni attraverso l'emanazione, del Regolamento sulle Cartolarizzazioni (10). Mediante tale intervento normativo si è cercato, da un lato, di intervenire (riformandoli) su aspetti di carattere generale applicabili a tutte le cartolarizzazioni che già erano stati regolamentati al livello europeo (quali, ad esempio, quello relativo alla due diligence o al mantenimento di un interesse economico netto) e, dall'altro, sono state introdotte disposizioni tese a regolare le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (le c.d. "Cartolarizzazioni STS"), caratterizzate da un trattamento prudenziale di favore.

Ad oggi, però, da più fronti (11) provengono istanze per rivedere il quadro normativo applicabile alle cartolarizzazioni in modo che tale strumento possa realmente rappresentare un volano per la realizzazione della CMU. In particolare, sarebbe necessario (i) intervenire sul quadro regolatorio e prudenziale applicabile alle stesse al fine di ridurre il fattore minimo di ponderazione applicabile ai titoli "senior" (sia in casi di Cartolarizzazioni STS che di cartolarizzazioni non STS), (ii) rivedere il trattamento dei titoli di cartolarizzazione al fine del computo dei coefficienti di liquidità delle banche; (iii) semplificare le regole per determinare se si sia verificato (o meno) un significativo trasferimento del rischio dalla banca cedente; e (iv) rivedere la normativa relativa alla trasparenza e alla *due-diligence*, semplificando e razionalizzando la reportistica e le informazioni da produrre (12) anche al fine di permettere una sempre più coerente standardizzazione della presentazione delle informazioni incentivando, se possibile, l'uso della digitalizzazione dei dati e dell'intelligenza artificiale).

Infine, deve anche valutarsi la possibilità di usare la cartolarizzazione come *pillar* per la realizzazione di un nuovo *safe asset* europeo, esigenza non certo ulteriormente procrastinabile, come d'altronde sottolineato da Fabio Panetta (13) che ha evidenziato come "*historically, mature capital markets have been built around a public safe asset*".

<sup>10</sup> Si veda il Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 Dicembre 2017

(11) Si veda ad esempio Sabatini in "Proposte per il rilancio del mercato delle cartolarizzazioni in Europa" pubblicato su Milano Finanza il 12-4-2024 e il documento "Developing European Capital Markets to Finance the Future - Proposals for a Savings and Investments Union"

(12) Si veda la consultazione ESMA e le relative risposte sui i form di Disclosure Template disponibili al seguente sito internet <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-securitisation-disclosure-templates#responses>

(13) Si veda "Europe needs to think bigger to build its capital markets union" disponibile al seguente sito internet <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog230830-cfe3be0960.en.html>

# 3 La cartolarizzazione con garanzia BEI/FEI sulla tranche senior come nuovo safe asset europeo

## 3.1. Introduzione

Ad oggi il panorama europeo non può annoverare la presenza di un *safe asset* comune che conferisca stabilità ed omogeneità al mercato finanziario. Attualmente nel mercato europeo vi è una situazione frammentata in cui sono presi come *benchmark* di riferimento i diversi *bond* governativi emessi dai diversi Stati Membri, con la conseguenza che la fluttuazione dei diversi valori delle emissioni nazionali comporta e determina diversi effetti a livello europeo.

La costruzione di un nuovo *safe asset* europeo potrebbe quindi passare per la realizzazione di una cartolarizzazione in cui le *tranche senior* emesse da un veicolo di cartolarizzazione siano garantite da una garanzia sovranazionale europea (magari rilasciata dalla BEI/FEI)<sup>(14)</sup>. Tale tipologia di cartolarizzazione potrebbe rifarsi alle esperienze già attuate in Italia con la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS), tramite la L. 8 aprile 2016 n. 49, che ha convertito in legge il D.L. 14 febbraio 2016 n. 18.

Sulla scorta dell'esperienza italiana anche altri stati europei (*i.e.* la Grecia, tramite approvazione della legge 4649/2019 che ha introdotto la garanzia sulle sofferenze denominata "*Hellenic Asset Protection Scheme*" – (HAPS)) ed extra-europei (*i.e.* la Repubblica di San Marino, tramite approvazione della garanzia sulle sofferenze contenuta nella legge 30 agosto 2021) hanno introdotto nei rispettivi ordinamenti sistemi di sostegno statale nell'ambito di cartolarizzazioni di sofferenze bancarie.

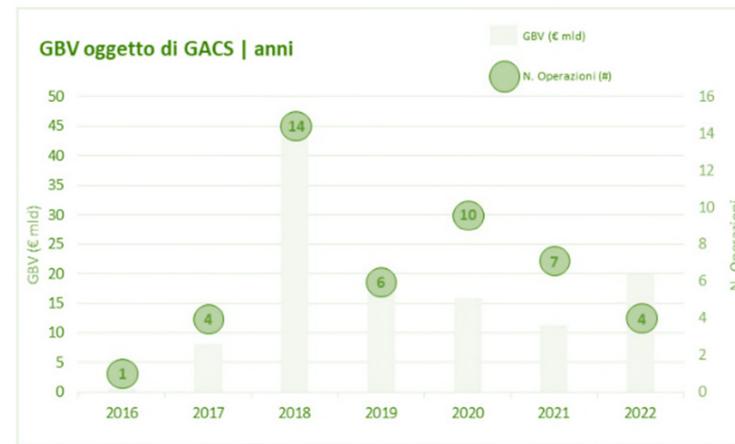
## 3.2. Esperienze similari: focus su GACS

A oggi non è più possibile richiedere la concessione di garanzia di tipo GACS essendo un programma scaduto e non rinnovato. Fino alla data di scadenza del programma, tale strumento è stato utilizzato con successo nella Repubblica Italiana ed ha agevolato lo smobilizzo dei crediti in sofferenza dai bilanci di banche e altri intermediari finanziari aventi sede legale in Italia tant'è che al 30 giugno 2023<sup>(15)</sup> risultano attive nella Repubblica Italiana 46 (quarantasei) operazioni assistite da GACS, per un valore complessivo di circa 118 miliardi di euro di GBV (*gross book value*).

E' indubbio che l'utilizzo di tale tipologia di strumenti di garanzia pubblica, permettano di sviluppare il mercato di riferimento. Deve, infatti, sottolinearsi come, a partire dal 2016, con

l'introduzione del meccanismo della GACS, il settore degli NPL in Italia ha subito un forte sviluppo.

Come osservabile dal grafico sottostante, a partire dalla realizzazione della prima operazione di cartolarizzazione assistita da GACS, si è registrato un interessante *trend* di crescita, con un picco, sia in termini di numero di operazioni sia di GBV, nel 2018.



La GACS è una garanzia incondizionata, irrevocabile, a prima richiesta che veniva rilasciata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano (MEF) a beneficio del detentore dei titoli "senior" emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui alla legge 130/1999 (Legge 130), a fronte della cessione da parte di banche e di intermediari finanziari, aventi sede legale in Italia, di crediti pecuniari classificati come sofferenze.

Al fine di poter beneficiare della GACS, l'operazione di cartolarizzazione doveva essere strutturata in linea con quanto previsto dalla normativa italiana (ivi inclusi i decreti attuativi emanati dal MEF<sup>(16)</sup>) e in particolare prevedere, *inter alia*:

- l'emissione di almeno due classi diverse di titoli fermo restando che la GACS può essere concessa solo sui titoli *senior*, a condizione che questi abbiano previamente ottenuto un livello di *rating* non inferiore a BBB o equivalente;
- il trasferimento di crediti alla società cessionaria per un importo non superiore al loro valore contabile netto (valore lordo al netto delle rettifiche);
- che la GACS divenisse efficace solo qualora la società cedente avesse trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei titoli *junior* e, in ogni caso, un ammontare dei titoli *junior* (e, se emessi, dei titoli *mezzanine*) tali da consentire la *derecognition* dei crediti cartolarizzati dalla contabilità della società cedente e, a livello consolidato, del gruppo bancario della società cedente;
- il soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti fosse diverso dalla società cedente e non appartiene al suo stesso gruppo.

La GACS può essere escussa dal detentore del titolo *senior* entro i nove mesi successivi alla scadenza dello stesso, nel caso di mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi. Si tratta di una garanzia onerosa e il corrispettivo annuo della GACS

<sup>(14)</sup> Per una disamina circa il *design* di un *safe asset* europeo per il tramite di emissioni di E-bond si rinvia a: G. GIUDICE, M. DE MANUEL, Z. KONTOLEMIS, D. P. MONTEIRO, *A European safe asset to complement national government bonds*, august, 2019, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3447173> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3447173>

<sup>(15)</sup> Si veda il Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 1/2024 disponibile al seguente sito internet [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2024-1/RSF\\_1\\_2024.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2024-1/RSF_1_2024.pdf)

<sup>(16)</sup> Ci si riferisce al decreto di attuazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano datato 3 agosto 2016

è calcolato prendendo come riferimento i prezzi dei *credit default swap* per taluni emittenti italiani (indicati nel Decreto GACS) con un livello di rischio corrispondente a quello dei titoli garantiti.

### 3.3. Focus su GACS e Commissione UE

Occorre far presente che la Commissione europea ha confermato più volte la decisione adottata nel 2016<sup>(17)</sup> quando valutò la garanzia in discorso in grado di integrare alcuni estremi della nozione di aiuto di Stato<sup>(18)</sup> ma compatibile con la normativa in parola perché soddisfaceva il principio dell'investitore di mercato.

Come è stato sottolineato nella citata decisione, ai sensi del punto 3.4. della Comunicazione 2008/C 155/02 in materia di aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie, la Commissione esclude la presenza di aiuto di Stato qualora ricorrano le seguenti condizioni:

- a) il regime è precluso a mutuatari che si trovino in difficoltà finanziarie;
- b) l'entità delle garanzie può essere correttamente misurata al momento della concessione. Questo significa che le garanzie devono riguardare operazioni finanziarie specifiche, per un importo massimo fisso e per un periodo di tempo limitato;
- c) le garanzie non assistono più dell'80% di ciascun prestito (o altra obbligazione finanziaria) in essere;
- d) le modalità del regime di garanzia sono basate su una valutazione realistica del rischio, di modo che i premi pagati dai beneficiari consentano, con ogni probabilità, l'autofinanziamento del regime stesso;
- e) l'adeguatezza del livello dei premi deve essere rivista almeno una volta l'anno sulla base del tasso effettivo di perdita del regime durante un periodo di tempo economicamente ragionevole;
- f) i premi applicati devono coprire sia i normali rischi inerenti alla concessione della garanzia sia le spese amministrative del regime nonché una remunerazione annua di un capitale adeguato, anche se questo non è affatto o è solo parzialmente costituito.

Pur non potendo escludere che nel caso della GACS Italiana, alcuni di tali condizioni potessero non essere soddisfatte, la Commissione ha reputato *in nuce* che la misura in parola non violasse la normativa in materia in quanto, ai sensi della citata Comunicazione 2008/C 155/02, «non si configura un aiuto di Stato qualora venga messa a disposizione una nuova fonte di finanziamento a condizioni che sarebbero accettabili per un operatore privato operante in circostanze normali di economia di mercato»<sup>(19)</sup>.

<sup>(17)</sup> Cfr. Case SA.43390 (2016/N) – Italy – Italian securitization scheme, 10 February 2016, C(2016) 873 final

<sup>(18)</sup> Per costituire aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, una misura deve soddisfare quattro condizioni. In primo luogo, l'aiuto deve essere concesso da uno Stato membro o mediante risorse statali. In secondo luogo, la misura deve conferire un vantaggio selettivo a determinate imprese o alla produzione di determinati beni. In terzo luogo, la misura deve essere tale da incidere sugli scambi tra Stati membri. In quarto luogo, la misura deve falsare o minacciare di falsare la concorrenza nel mercato interno

<sup>(19)</sup> Comunicazione della Commissione sull'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie (2008/C 155/02)

È compito della Commissione accertare che il metodo per il calcolo della remunerazione “ensures that the remuneration of the guarantee to the State corresponds to the level and duration of the risk the State takes”. Se ne deduce che la Commissione UE è tenuta a verificare il rispetto del criterio dell'investitore di mercato a condizione che l'intervento pubblico “does not bear any more risk than a private investor would have taken and paid for”. Qualora lo Stato accettasse prezzi inferiori per la garanzia rispetto agli operatori di mercato, allora “this constitutes state aid”; in tal caso la misura posta in essere naturalmente deve essere valutata in accordo con l'impianto generale della normativa europea sugli aiuti di Stato e della *Bank Recovery and Resolution Directive* <sup>(20)</sup>.

### 3.4. Focus su FEI e garanzie rilasciate nel conteso delle cartolarizzazioni.

Come precedentemente segnalato, la creazione di una cartolarizzazione i cui titoli possano costituire un nuovo safe asset europeo necessita del coinvolgimento di un garante sovranazionale. Anche in questo caso, possiamo attingere dalle esperienze di successo realizzate nell'ambito dell'UE. È doveroso, quindi, segnalare che il FEI – quale fornitore specializzato in finanziamenti di rischio a favore delle PMI – opera da diversi anni nell'ambito delle cartolarizzazioni di crediti derivanti da prestiti erogati alle PMI. Il FEI svolge le proprie attività utilizzando risorse proprie o fornite dalla BEI, dalla Commissione europea, dagli Stati Membri dell'UE o da altri soggetti terzi.

Nell'esperienza di mercato nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti vantati verso PMI (anche di natura sintetica), le garanzie sono rilasciate dal FEI – a condizioni di mercato – a favore dei sottoscrittori delle tranche *senior* o *mezzanine* dei titoli *asset-backed*. Si tratta di garanzie, irrevocabili e a prima richiesta, tese a coprire eventuali *shortfall* di pagamenti sui titoli garantiti. La presenza di una garanzia FEI permette al beneficiario della garanzia stessa di applicare ai titoli oggetto di garanzia una ponderazione pari allo 0%, essendo il FEI considerato (ai fini CRR) una Banca Multilaterale di Sviluppo.

### 3.5. La nuova cartolarizzazione con garanzia europea quale safe asset europeo

Il nuovo *safe asset* europeo potrebbe quindi ricalcare l'esperienza GACS nonché le indicazioni della Commissione UE e quindi prevedere un'operazione di cartolarizzazione nella quale:

- a) si crei una società veicolo che acquista i crediti e per finanziare il prezzo di acquisto dei crediti emette titoli in almeno due *tranche* di titoli (*i.e.* la *tranche senior* e la *tranche junior*) ed eventualmente una *tranche mezzanine*;
- b) la garanzia europea coprirà solo la *tranche senior* emessa nell'ambito della cartolarizzazione;
- c) il titolo senior sia stato sottoposto a merito creditizio (pari almeno ad *investment grade*) da parte di una o più agenzie di *rating*.

Inoltre, la cartolarizzazione dovrà essere strutturata secondo delle caratteristiche precipue da individuarsi nell'ambito della normativa europea. In particolare, tale normativa dovrà prevedere il costo della garanzia europea che sarà rilasciata a favore dei portatori dei titoli *senior* e dovrà essere parametrato al fine di coprire potenziali perdite. Allo stesso tempo, dovrà essere definita la tipologia

<sup>(20)</sup> In questi termini Cfr. European Commission - Press release, State aid: Commission approves impaired asset management measures for banks in Hungary and Italy, Brussels, 10 febbraio 2016

# 4 Conclusione

di *asset* da cartolarizzare, dove potrebbero essere previste diverse tipologie di *asset class* da cartolarizzare da cui possa dipendere anche il valore del premio.

Allo stesso tempo, anche in considerazione della tipologia di *asset* ceduti, potrebbe ipotizzarsi una struttura stile *cover bond*, in cui la garanzia europea potrebbe assistere un bond emesso dalla banca e in cui la società veicolo (a cui gli *asset* sono ceduti), funga da (ulteriore) garante dell'operazione.

### 3.6. L'uso del *direct lending* quale forma di finanziamento alternativo per le PMI

In aggiunta a tutto quanto sopra considerato, occorre precisare che lo strumento del *direct lending*, proprio in virtù dell'obiettivo di sostegno alle Piccole e Medie Imprese, risulta essere coerente con i principi e le finalità della *Capital Markets Union*.

In particolare, la disciplina del *direct lending* è stata introdotta dalla Legge 130/99; nel 2014<sup>21</sup> (art. 1, commi 1-*ter* e 1-*quater*) è stata rivista la normativa con l'obiettivo di favorire il finanziamento ed il sostegno delle imprese italiane tramite cartolarizzazione e *funding* del mercato dei capitali. In particolare, con il menzionato Decreto è stata resa possibile l'erogazione di prestiti alle imprese da parte delle società di cartolarizzazione, anche tramite una "fronting bank", i.e. una banca o un intermediario finanziario autorizzato iscritto nell'albo di cui all'art. 106 del Decreto Legislativo 385/1993. In tale caso, tuttavia, i titoli emessi dalla SPV a fronte dell'erogazione di tali finanziamenti devono necessariamente essere destinati ad investitori qualificati.

Siffatta tecnica prevede la preventiva individuazione delle singole PMI da parte di un ente bancario che, nell'ambito dell'operazione in parola, ricoprirà dunque anche il ruolo di *sponsor*<sup>22</sup>. È prevista poi, per la cartolarizzazione *direct lending*, l'emissione, da parte della SPV, di titoli ABS in un'unica *tranche*; sicché tale operazione non rientra nell'ambito di applicazione della *Securitisation Regulation* di cui al citato Regolamento sulle cartolarizzazioni (UE) 2017/2402, il quale si applica esclusivamente ad operazioni aventi due o più *tranche*<sup>23</sup>.

Al fine, dunque, del verificarsi dell'operazione di *direct lending*, è necessaria la sottoscrizione di un'unica *tranche* di titoli da parte della banca quale *sponsor* per un ammontare pari almeno al 5% del totale nominale dei medesimi e di un investitore terzo, per il restante importo. Conseguendo l'impiego, da parte della SPV, del prezzo di sottoscrizione dei titoli - da corrispondersi da parte della banca *sponsor* e dell'investitore terzo alla SPV - per l'erogazione di finanziamenti alle PMI.

Alla scadenza, i titoli saranno rimborsati nei limiti dei flussi finanziari generati dai finanziamenti erogati dalla SPV. È solo il caso di precisare, in ultima analisi, che la banca *sponsor* (presso cui vengono aperti i conti della SPV) potrà anche ricoprire il ruolo di *servicer* dell'operazione.

Evidente, dunque, è stato l'intento del legislatore di ampliare i canali di finanziamento in favore di alcune categorie di operatori economici, tenuto conto che è stata attribuita direttamente alle SPV la facoltà di concedere finanziamenti «*anche contestualmente e in aggiunta*» alle operazioni di cartolarizzazione derogando, di fatto, per tale via, alla riserva di legge in forza vigente in materia.

In detta prospettiva, sarebbe dunque opportuno far sì che i titoli di un'operazione di cartolarizzazione siano oggetto di *safe asset* europeo e, pertanto, risulterebbe necessario il coinvolgimento di un garante sovranazionale. Nel caso di specie, tale ente il FEI, quale fornitore specializzato in finanziamenti di rischio a favore delle PMI che opera da diversi anni nell'ambito delle cartolarizzazioni di crediti derivanti da prestiti erogati alle PMI.

<sup>21</sup> Decreto Legge 145/2013, c.d. Decreto Destinazione Italia (convertito in legge dalla Legge 9/2014) e Decreto Legge 91/2014, c.d. Decreto Competitività (convertito in legge dalla Legge 116/2014).

<sup>22</sup> Ai fini del mantenimento del significativo interesse economico nell'operazione richiesto dalla Legge n. 130 pari ad almeno il 5%.

<sup>23</sup> Sul punto, cfr. il successivo par. 9.1.