

APPROFONDIMENTI

# La Direttiva SMD e l'“esenzione” per le operazioni di cartolarizzazione

Marzo 2025

Paolo Carrière, Of Counsel, CBA



**Paolo Carrière**, Of Counsel, CBA

> **Paolo Carrière**

Paolo Carrière è Professore a contratto di Diritto Commerciale all'Università Luigi Bocconi di Milano. Collaboratore del Centro di Regolamentazione Finanziaria "Paolo Baffi" dell'Università Bocconi di Milano. Avvocato iscritto all'Ordine di Milano

## Studio legale e tributario

### CBA



Come noto, la direttiva "relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE", (la "**Direttiva**")<sup>1</sup>, come successivamente recepita a livello domestico - a seguito di una consultazione avviata dal Dipartimento del Tesoro<sup>2</sup> - col decreto legislativo di recepimento 216 del 30 luglio 2024 (di seguito il "**Decreto**")<sup>3</sup> ha determinato un non trascurabile impatto per il mercato finanziario italiano, venendosi ad incidere sul vigente articolato sistema di riserve di attività, **(i)** da un lato, sottoponendo ad un regime autorizzativo e di vigilanza e di regolamentare con una dettagliata disciplina comportamentale tutte le "attività di gestione" di crediti in sofferenza di origine bancaria/finanziaria, sin qui sostanzialmente liberamente esercitabili nel nostro ordinamento<sup>4</sup> e; **(ii)** dall'altro lato, liberalizzando sostanzialmente il mercato secondario - l'"acquisto" - di quei crediti (sin qui irregimentato nei vincoli posti dalla riserva allo svolgimento di attività finanziaria).

La Banca d'Italia, a seguito di una consultazione avviata in data 24 luglio 2024<sup>5</sup>, ha recentemente completato il quadro normativo, pubblicando - *inter alia* - in data 13 febbraio scorso le disposizioni di vigilanza per il recepimento della Direttiva, in attuazione delle previsioni di cui al Capo II, Titolo V, del TUB, (di seguito le "**Disposizioni**")

Nel Decreto, il legislatore italiano ha adottato alcune coraggiose (e talora discutibili)<sup>6</sup> opzioni erme-

<sup>1</sup> Rinvio a P. Carrière, *Il prevedibile impatto per il sistema finanziario e imprenditoriale italiano della proposta di direttiva sullo sviluppo dei mercati secondari di NPL. Opportunità e rischi (memori del "bail-in")*, in *dirittobancario.it*, aprile 2018; Id., *La Direttiva SMD su gestori e acquirenti di NPL...prospettive per il mercato italiano*, in *dirittobancario.it*, dicembre 2021.

<sup>2</sup> V. il documento "Proposte di modifica per il recepimento della direttiva (UE) 2021/2167 (Secondary Market Directive)" predisposto dal Dipartimento del Tesoro, sul quale è stata avviata una consultazione pubblica aperta fino al 29 febbraio 2024.

<sup>3</sup> Per un primo commento, v. P. Carrière, *La Direttiva SMD su gestori e acquirenti di NPL in via di recepimento*, in *dirittobancario.it*, 23 febbraio 2024.

<sup>4</sup> Nel nostro ordinamento finanziario non pare oggi ricostruibile una vera e propria "riserva" in relazione allo svolgimento di "attività di gestione di crediti", se non per quella che abbia luogo nell'ambito di una "gestione collettiva del risparmio", ovvero in relazione ai veicoli di cartolarizzazione; con riferimento all'attività di "recupero stragiudiziale" svolta dai oggetti ex 115 t.u.l.p.s, non si tratta di una vera e propria "riserva di attività", bensì della mera imposizione ad adempimenti di natura amministrativa (licenza).

<sup>5</sup> V. il resoconto della consultazione pubblicato da Banca d'Italia nel febbraio 2025.

<sup>6</sup> Rinvio a quanto diffusamente argomentato in P. Carrière, *La Direttiva SMD su gestori e acquirenti di NPL in via di recepimento*, cit.

neutiche e di *policy* nell'esercitare i margini di discrezionalità concessi dalla Direttiva agli Stati Membri al fine di armonizzare, riarticolandolo, il complessivo – e complesso – quadro domestico di “riserve di attività” oggi vigente in materia; tra queste una delle più rilevanti per il mercato domestico è subito apparsa quella – sulla scorta di quanto previsto dall’art. 2, comma 4 della Direttiva – di “**esentare**” (?) **esplicitamente dalla sua applicazione, con l’art. 114.2, comma 2, le operazioni domestiche di cartolarizzazione ai sensi della L.130/99.**

Sin da subito l’interpretazione di tale disposizione ha posto delicati quesiti dalla portata tutt’altro che teorica; per procedere ad una sua fondata ricostruzione appare utile esaminare i molteplici e per certi versi non coerenti **indici normativi e interpretativi** sin qui ritraibili nei testi normativi e nei connessi documenti preparatori e atti secondari (*evidenze aggiunte nei dati sotto riportati*).

**1) Occorre muovere dall’art. 2, comma 4 della Direttiva**, il quale prevede che:

*“La presente direttiva **lascia impregiudicate** le prescrizioni delle legislazioni nazionali degli Stati membri in materia di gestione dei diritti del creditore in forza di un contratto di credito o del contratto di credito stesso **quando l’acquirente di crediti è una società veicolo per la cartolarizzazione quale definita all’articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2017/2402**<sup>7</sup> del Parlamento europeo e del Consiglio nella misura in cui (...).*

**2) L’art. 114.2, comma 2 del Decreto** ha implementato il dato normativo appena riportato, prevedendo che:

<sup>7</sup> Si consideri che all’articolo 2, punto 2, del **regolamento (UE) 2017/2402** fornisce la seguente definizione: «**società veicolo per la cartolarizzazione**» o «**SSPE**»: una società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente»; al punto 1, viene invece definita come «**cartolarizzazione**»: “l’operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un’esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti, avente tutte le seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell’ambito dell’operazione o dello schema dipendono dalla performance dell’esposizione o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell’operazione o dello schema; c) l’operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all’articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013”.

*“le disposizioni del presente Capo **non si applicano** alla gestione di crediti in sofferenza effettuata nell’ambito di **operazioni di cartolarizzazione ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, quando l’acquirente di crediti in sofferenza è una società veicolo per la cartolarizzazione di cui all’articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2017/2402**”*

**3) Nella Relazione Illustrativa della Camera dei deputati** del 10 giugno 2024 allo Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva (UE) 2021/2167, relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE può leggersi quanto segue:

*“Articolo 114.2 (Ambito di applicazione). In attuazione della flessibilità riconosciuta dalla direttiva, l’ambito di applicazione dell’intervento normativo viene calibrato al fine di: a) (...); b) escludere dal nuovo regime la gestione di crediti in sofferenza realizzata nell’ambito di **operazioni di cartolarizzazione in cui l’acquirente dei crediti si qualifichi come Securitization Special Purpose Entity (SSPE)** ai sensi della disciplina unionale (2). Per contro, in tali ipotesi trovano applicazione gli obblighi informativi previsti dall’articolo 114.10. **Restano, pertanto, ricomprese nel nuovo quadro normativo le operazioni di cartolarizzazione «domestiche» (ovvero condotte nell’ambito della legge n. 130 del 1999 e non rientranti nell’ambito di applicazione del citato regolamento UE/2017/2402)**, per le quali il soggetto che si occupa dell’attività di recupero **dovrà necessariamente essere una banca, un intermediario ai sensi dell’articolo 106 del TUB o un gestore di crediti in sofferenza**, ferma restando la possibilità per tali soggetti di delegare, nell’ambito di un accordo di esternalizzazione di funzioni aziendali, questa attività a soggetti titolari di licenza per l’attività di recupero stragiudiziale dei crediti ai sensi dell’articolo 115 del TULPS. Mentre la limitazione sub a) è legata (...) **la scelta sub b) è coerente con il regime normativo già previsto a livello nazionale in materia di cartolarizzazione (cfr. legge 30 aprile 1999, n. 130)**”. Nella nota (2) si specifica poi quanto segue: “Cfr. regolamento (UE) 2017/2402. In questo caso, in linea con quanto oggi previsto per la gestione dei crediti cartolarizzati, **resterebbe obbligatorio avvalersi di una banca o di un intermediario finanziario di cui all’articolo 106 del TUB**, mentre l’attività di sub-servicing potrebbe essere esercitata – in regime di esternalizzazione – da un soggetto iscritto nel registro di cui all’articolo 115 del Testo Unico sulle leggi di pubblica sicurezza (TULPS). Sono, però, imposti requisiti ulteriori, per esempio, in materia di informativa ai debitori ceduti, per assicurare la conformità rispetto alle disposizioni della direttiva.”*

**4) Nel Documento di Consultazione pubblica del MEF, Dipartimento del Tesoro**, concernente lo sche-

ma di decreto legislativo di attuazione della direttiva (UE) 2021/2167, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2021, relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE, può leggersi quanto segue:

*“La SMD rimette, quindi, agli Stati membri alcuni importanti spazi di flessibilità, consentendo per esempio agli stessi di: (...) mantenere le specificità nazionali in materia di cartolarizzazioni, **lasciando impregiudicata (e, quindi<sup>8</sup>, escludendo dall’ambito di applicazione della direttiva) la gestione di crediti deteriorati realizzata – in base al diritto nazionale – nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione**, a condizione che ciò: i) non influisca sul livello di tutela garantita ai consumatori dalla direttiva; ii) assicuri che le autorità competenti ricevano comunque dai gestori di crediti le informazioni necessarie all’esercizio della vigilanza ( 2, par. 4);” (...); (ii) **escludere dal nuovo regime la gestione di crediti in sofferenza realizzata nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione in cui l’acquirente dei crediti si qualifichi come Securitization Special Purpose Entity (SSPE)** ai sensi della disciplina unionale [2].” **[2]** Cfr. regolamento (UE) 2017/2402. **In questo caso**, in linea con quanto oggi previsto, per la gestione dei crediti cartolarizzati resterebbe obbligatorio avvalersi di una banca o di un intermediario finanziario di cui all’art. 106 TUB, mentre l’attività di sub-servicing potrebbe essere esercitata – in regime di esternalizzazione – alla stregua di quanto già avviene ora (ossia, senza che il sub-servicer ottenga un’autorizzazione ai sensi della nuova disciplina). Saranno però imposti requisiti ulteriori, per esempio in materia di comunicazioni, per assicurare la conformità rispetto alle disposizioni della direttiva.”*

**5)** Nella **“Scheda di lettura” del Dossier n. 299 del Servizio Studi del Senato della Repubblica** relativo allo Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva (UE) 2021/2167, relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE - A. G. n. 159 può leggersi a pag. 3, sub commento all’art. 1 quanto segue:

*“L’articolo 114.2 indica l’ambito di applicazione dell’intervento normativo al fine di: a) (...); b) **escludere dal nuovo regime la gestione di crediti in sofferenza realizzata nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione in cui l’acquirente dei crediti si qualifichi come Securitization Special Purpose Entity (SSPE) ai sensi della disciplina unionale**. Per contro, in tali ipotesi trovano applicazione gli obblighi informativi*

<sup>8</sup> Conggettura tutta da verificare, come diremo in appresso.

*previsti dall’articolo 114.10. **Restano, pertanto, ricomprese nel nuovo quadro normativo le operazioni di cartolarizzazione «domestiche» (ovvero condotte nell’ambito della legge n. 130 del 1999 e non rientranti nell’ambito di applicazione del regolamento UE/2017/2402), per le quali il soggetto che si occupa dell’attività di recupero dovrà necessariamente essere una banca, un intermediario ai sensi dell’articolo 106 del TUB o un gestore di crediti in sofferenza**, ferma restando la possibilità per tali soggetti di delegare, nell’ambito di un accordo di esternalizzazione di funzioni aziendali, questa attività a soggetti titolari di licenza per l’attività di recupero stragiudiziale dei crediti ai sensi dell’articolo 115 del Testo unico delle leggi di pubblica sicurezza (TULPS)”.*

**6)** Nel **Documento di consultazione** del 24 luglio 2024 della Banca d’Italia contenente le disposizioni per l’attuazione della SMD può leggersi quanto segue:

*“Nel tenere conto delle differenze esistenti tra i diversi sistemi giuridici in materia di acquisto e gestione di crediti deteriorati, la SMD attribuisce agli Stati membri ampi margini di discrezionalità nella fase di attuazione che consentono di calibrarne il recepimento sulle specificità esistenti a livello nazionale. In particolare, la direttiva consente di (i) circoscrivere (...); (iii) **escludere dalla disciplina i servicer di cartolarizzazione**”. E ancora, “(...) In particolare, lo schema di decreto legislativo: (...) (iii) **esclude dall’ambito di applicazione della SMD le operazioni di cartolarizzazione**, per le quali quindi il servicing resterebbe riservato a banche e intermediari iscritti nell’albo di cui all’articolo 106 del TUB (art.114.2)”.*

**7)** Nel **Resoconto** della suddetta consultazione possono leggersi le seguenti risposte ad alcune delle osservazioni ricevute.

- a. *“Si evidenzia, a titolo di collaborazione, che **ricadono nell’ambito di applicazione del D.lgs. 116/2024 le operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto esclusivamente crediti in sofferenza realizzate ai sensi della Legge 130 e prive della segmentazione del rischio**; in queste operazioni quindi l’attività di gestione dei crediti in sofferenza cartolarizzati può essere svolta **da una banca, da un intermediario iscritto nell’albo di cui all’articolo 106 TUB, oppure da un gestore di crediti autorizzato ai sensi dell’articolo 114.6 del TUB**. Questi soggetti, nel rispetto della disciplina settoriale applicabile e sulla base di un contratto di esternalizzazione, possono avvalersi per lo svolgimento dell’attività di gestione dei crediti per conto dell’acquirente di soggetti terzi, inclusi gestori di crediti in sofferenza iscritti nell’albo di cui all’articolo*

114.5 del TUB, nonché per il recupero stragiudiziale dei crediti in sofferenza cartolarizzati di soggetti titolari di licenza ex art. 115 TULPS.

- b. A titolo di collaborazione, si fa presente che **l'esclusione delle sole operazioni di cartolarizzazione** realizzate ai sensi della Legge 130 che ricadono nel perimetro di applicazione del Regolamento (UE) 2402/2017, vale dire quelle **caratterizzate da segmentazione del rischio, è prevista dalla SMD** (articolo 2, par. 4). Si rinvia ai commenti sub Parte Prima, Capitolo 1, Sezione I., par.3 "Definizioni" per ulteriori dettagli.

- c. Sull'esclusione delle sole cartolarizzazioni che ricadono anche nel perimetro di applicazione del Regolamento (UE) 2402/2017 si rinvia al commento precedente. **Le operazioni di cartolarizzazione c.d. monotranches** aventi ad oggetto esclusivamente crediti in sofferenza **rientrano, invece, nel campo di applicazione delle nuove Disposizioni** per la gestione di crediti in sofferenza. In questo caso, le società cessionarie di crediti nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione **potranno nominare** per le attività di riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento, **una banca, un intermediario finanziario iscritto nell'albo previsto dall'articolo 106 TUB, oppure un gestore di crediti in sofferenza autorizzato ai sensi dell'articolo 114.6 del TUB** In caso di nomina di un gestore di crediti in sofferenza, a quest'ultimo faranno capo anche le attività di verifica della conformità delle operazioni di cartolarizzazione alla legge e al prospetto informativo (cd. funzioni di master servicer).

- d. A titolo di collaborazione, si rileva che ai sensi del TUB **l'esclusione opera solo per le operazioni effettuate nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della Legge 130 con segmentazione del rischio**; ne consegue che **quelle non regolate dalla predetta legge** (ivi incluse quindi quelle realizzate ai sensi di discipline di altri Stati membri) **non beneficiano dell'esclusione** prevista dal Capo 2 del Titolo V del TUB. Il regime applicabile alle stesse potrà variare in relazione alle scelte di recepimento della SMD effettuate nei rispettivi Stati.

- e. A titolo di collaborazione, si rileva che qualora un medesimo veicolo venga utilizzato per realizzare due operazioni una delle quali con **segmentazione** del rischio e l'altra c.d. **monotranches**, la **prima operazione sarà esclusa dall'ambito di applicazione della SMD (e potrà quindi essere nominato come servicer solo uno dei soggetti indicati dalla Legge 130)**, mentre la **seconda operazione sarà soggetta alle nuove**

**disposizioni** se avente ad oggetto solo sofferenze; **in questo ultimo caso potrà essere nominato come servicer una banca, un intermediario 106 TUB o un gestore di crediti in sofferenza.**

- f. Ai sensi dell'articolo 114.9 del TUB **i gestori di crediti dell'Unione europea** possono prestare in Italia le attività per le quali sono autorizzati nello Stato di origine, con o senza stabilimento, nei limiti e alle condizioni previste dal TUB, dalle disposizioni secondarie emanate dalla Banca d'Italia e dalle altre disposizioni di attuazione della SMD. Ciò posto, considerato che le disposizioni di attuazione della SMD si applicano, ai sensi dell'art. 114.2 del TUB, solo alla gestione di crediti in sofferenza, si conferma che i gestori di crediti dell'Unione europea sono legittimati a svolgere in Italia secondo le regole della SMD sull'operatività transfrontaliera (cd. "passaporto") attività di gestione **limitatamente ai crediti classificati in sofferenza**".

**8) Nell'art. 7.1., lett. I) della Legge 21 febbraio 2024, n. 15**, "Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2022-2023", può leggersi quanto segue:

"in conseguenza delle disposizioni nazionali adottate ai sensi delle lettere da a) a i) del presente comma, **apportare alla legge 30 aprile 1999, n. 130, le ulteriori modifiche e integrazioni necessarie per assicurare il coordinamento tra la disciplina nazionale in materia di cartolarizzazione dei crediti e la disciplina di recepimento della direttiva (UE) 2021/2167**, l'adeguatezza, l'efficienza e l'efficacia dell'ordinamento nazionale e la stabilità del settore finanziario nel suo complesso, in particolare prevedendo che si applichino, in tutto o in parte, gli obblighi in materia di tutela dei consumatori e dei debitori previsti dalla direttiva (UE) 2021/2167, qualora ricorrano analoghe esigenze di tutela dei debitori(...)"

**9) Nell'Analisi Tecnico-Normativa** (a.t.n.) del Dipartimento per i rapporti con il Parlamento, Ufficio II della Presidenza del Consiglio dei ministri può leggersi quanto segue:

"Stante il perimetro dell'intervento delimitato dalla SMD, **non è risultato necessario, invero, modificare la disciplina sulle cartolarizzazioni (legge n. 130 del 1999) o la normativa civilistica (anche come integrata dalla legislazione speciale) in materia di cessione di crediti e/o tutela del consumatore**".

**10) Nella Nota di lettura - n. 157 del Servizio del Bilancio del Senato della Repubblica** allo Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva (UE) 2021/2167, relativa ai gestori di crediti e agli

acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE (Atto del Governo n. 159) può leggersi a pag. 3 quanto segue:

*“(la Relazione Tecnica: ndr) rileva che il provvedimento esperisce l’esercizio delle deleghe previste dall’articolo 7 della legge 15/2024, **ad eccezione** di quelle previste dalla lettera b) in tema di (...) e dalla lettera l) in tema di **ulteriori modifiche da apportare alla legge 30 aprile 1999, n. 130, ove necessarie per assicurare il coordinamento tra la disciplina nazionale in materia di cartolarizzazione dei crediti e la disciplina di recepimento della direttiva (UE) 2021/2167, l’adeguatezza, l’efficienza e l’efficacia dell’ordinamento nazionale e la stabilità del settore finanziario nel suo complesso per il cui esercizio è comunque previsto il termine ordinario di dodici mesi.**”*

**11)** Nella **Relazione Tecnica** allegata alla Relazione Illustrativa di cui sopra può leggersi quanto segue:

*“ Il provvedimento esperisce l’esercizio delle deleghe previste dall’articolo 7 della legge 15/2024, ad eccezione di quelle previste dalla lettera b) in tema di (...) e dalla lettera l) **in tema di ulteriori modifiche da apportare alla legge 30 aprile 1999, n. 130, ove necessarie per assicurare il coordinamento tra la disciplina nazionale in materia di cartolarizzazione dei crediti e la disciplina di recepimento della direttiva (UE) 2021/2167, l’adeguatezza, l’efficienza e l’efficacia dell’ordinamento nazionale e la stabilità del settore finanziario nel suo complesso per il cui esercizio è comunque previsto il termine ordinario di dodici mesi.**”*

Alla luce degli indici normativi e interpretativi come sopra ricostruiti, possiamo ora interrogarci sulla **portata oggettiva dell’ “esenzione”** – assumendo per ora che sia effettivamente tale, salvo quindi quanto diremo in appresso – che la Direttiva ha (o avrebbe) previsto per le operazioni di cartolarizzazione nell’art. 2, comma 4 (v. sopra sub 1)); si è posto, in particolare, il tema se una tale **“esenzione”** operi in relazione a qualsiasi **tipologia di operazioni di cartolarizzazione** (che abbia ovviamente ad oggetto crediti in sofferenza, perché in caso contrario saremmo, di per sé, al di fuori dell’ambito di applicazione della Direttiva), **ovvero se** alcune tipologie di cartolarizzazione debbano ritenersi comunque ricomprese nell’ambito della Direttiva e del Decreto; dalla conclusione a cui si perverrà, potrebbero conseguire **effetti di natura soggettiva** diversi in ordine, dunque, ai **soggetti abilitati a gestire** i crediti cartolarizzati.

Posto infatti che qualsiasi veicolo di cartolarizzazione, alla luce del mero dato morfologico di ogni carto-

larizzazione che non sia di natura “sintetica”, risulta di per sé qualificabile come **“acquirente di crediti”**, ne dovrebbe conseguire che, **ove risultasse comunque “oggettivamente” applicabile la Direttiva non operando l’ “esenzione”** – e considerata l’opzione adottata dal legislatore italiano<sup>9</sup> di imporre, **l’obbligo** ex art. 114.3, in capo ad un “acquirente”, di affidamento obbligatorio della gestione dei crediti acquistati ad un soggetto a ciò “abilitato” dal Decreto, per **qualsiasi tipologia di crediti** – il ruolo di *Master Servicer* della cartolarizzazione dovrebbe e potrebbe essere svolto **non più solo da banche o intermediari 106 TUB – come invece continuerebbe ad applicarsi per le cartolarizzazioni ex L. 130/99 che risultino esentate dall’ambito oggettivo di applicazione della Direttiva – ma anche dai nuovi “gestori di crediti in sofferenza” autorizzati ex art. 114.6 del Decreto, ovvero da “gestori di crediti dell’Unione Europea”, operanti in via transfrontaliera ex art. 114.9 del Decreto, con o senza stabile organizzazione.**

Con riferimento a tali soggetti abilitati, deve intanto segnalarsi l’**aporia** tra il disposto dei punti 1. e 2. dell’art. 114.3 del Decreto (aporia che pare poi acriticamente non rilevata neppure dagli indici interpretativi di cui sopra sub 3), 7) a., 7) c.; ma vedasi quanto risulta invece correttamente affermato sub 7) f.). E infatti, mentre nel punto 1. l’ambito della riserva individua come soggetti riservatari dell’attività di “gestione”, le banche, gli intermediari 106 TUB, i “gestori di crediti in sofferenza” e “gestori di crediti dell’Unione Europea”, il punto 2., evidenziando un evidente mancato coordinamento – nell’imporre in capo all’acquirente un corrispondente obbligo di affidamento della gestione di qualsiasi tipologia di credito solo a soggetti abilitati – non considera questi ultimi soggetti: i “gestori di crediti dell’Unione Europea”. Evidentemente ciò non può che esser frutto di un mero *lapsus calami*, atteso che anche l’originario punto 1. nel testo del Decreto inizialmente sottoposto a consultazione ometteva erroneamente di prevedere tra i riservatari anche i “gestori di crediti dell’Unione Europea”, come da noi era stato evidenziato in sede di consultazione, ad esito della quale il testo del punto 1. è poi stato effettivamente correttamente integrato senza però corrispondentemente integrare, allora, anche il punto 2.

Guardando ora nello specifico **alla portata dell’ “esclusione”** dall’ambito di applicazione della Direttiva e ai suoi effetti, deve osservarsi come la locuzione “ *gestione di crediti in sofferenza effettuata nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, quando l’acquirente di*

<sup>9</sup> Su cui rinviamo alle considerazioni già sviluppate in P. Carrière, *La Direttiva SMD su gestori e acquirenti di NPL in via di recepimento*, cit.

**crediti in sofferenza è una società veicolo per la cartolarizzazione di cui all'articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2017/2402** - quale adottata nell'art. 2, comma 4 della Direttiva e ripresa sostanzialmente identica dall'art. 114.2, comma 2 del Decreto - risulti di non immediata e facile comprensione, potendosi infatti prestata a due diverse interpretazioni.

**In una prima interpretazione** - che parrebbe accolta negli indici interpretativi sopra riportati sub 4) e 6) - la citata locuzione potrebbe valere ad escludere dall'ambito di applicazione della direttiva qualsiasi operazione domestica di cartolarizzazione ex L. 130/99 **quando** l'"acquirente di crediti" si qualifichi dunque come **"veicolo di cartolarizzazione"**; in tal senso, il riferimento all'articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2017/2402 che definisce una SSPE<sup>10</sup> - non essendovi altre definizioni normative all'uopo richiamabili - servirebbe **esclusivamente a tale generica qualificazione soggettiva dell'"acquirente"**; ne conseguirebbe che **tutte le cartolarizzazioni ex L. 130/99** (indipendentemente dalla loro struttura) **sarebbero escluse dall'ambito della Direttiva**, continuando ad applicarsi la sola legge domestica e quindi, **la "riserva" ivi prevista per lo svolgimento del ruolo di Master Servicer esclusivamente a favore di banche e intermedia 106 TUB.**

**Secondo una più articolata interpretazione**<sup>11</sup> che pare emergere dagli indici interpretativi sub 3) e 5), invece, il riferimento ivi contenuto ad un veicolo "di cui all'articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2017/2402" - e quindi il dato "oggettivo" che **"l'acquirente dei crediti si qualifichi come Securitization Special Purpose Entity (SSPE)"**<sup>12</sup> - trascinerrebbe necessariamente con sé e implicherebbe anche il riferimento "oggettivo" al concetto di "cartolarizzazione" UE adottato nel Regolamento medesimo<sup>13</sup>, nel

<sup>10</sup> «**Società veicolo per la cartolarizzazione**» o «SSPE»: una società, un trust o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE da quelle del cedente»

<sup>11</sup> In dottrina, si veda in tal senso A. Parziale, *Verso il mercato unico dei crediti deteriorati: la Direttiva 2021/2167 sui non performing loans (NPL) nel quadro delle strategie europee di gestione dei crediti deteriorati e il suo recepimento in Italia*, in *Rivista di Diritto Bancario*, luglio/settembre 2023, 414.

<sup>12</sup> V. ad es. Relazione Illustrativa della Camera dei Deputati del 10 giugno 2024 di cui sopra sub 3).

<sup>13</sup> al punto 1 del medesimo art. 2 del Regolamento (UE) 2017/2402, viene invece definita come **«cartolarizzazione»**: "l'operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un'esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti, avente tutte le seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell'ambito dell'operazione o

quale il tratto morfologico del **"tranching"** appare tipico e caratterizzante (mentre è assente nella nozione di cartolarizzazione accolta nella L.130/99, seppur con essa non affatto incompatibile). L'enfasi che dal dato meramente soggettivo si trasferisce a quello oggettivo porterebbe allora a concludere che devono ritenersi **"pertanto, ricomprese nel nuovo quadro normativo le operazioni di cartolarizzazione «domestiche» (ovvero condotte nell'ambito della legge n. 130 del 1999 e non rientranti nell'ambito di applicazione del citato regolamento UE/2017/2402).**"<sup>14</sup> L'operazione ermeneutica illustrata, non appare tuttavia del tutto lineare ove si consideri che sarebbe stato allora assai più lineare descrivere l'"esenzione" in termini esplicitamente "oggettivi", prevedendosi allora che **"le disposizioni del presente Capo non si applicano alla gestione di crediti in sofferenza effettuata nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, rientranti nell'ambito di applicazione del regolamento UE/2017/2402"**. Peraltro, l'esito ermeneutico che si propone non pare giustificato da alcuna concreta motivazione, posto che l'elemento morfologico-oggettivo della segmentazione del rischio risulta di per sé del tutto inconferente e irrilevante rispetto alla questione della diversa perimetrazione soggettiva dei beneficiari della "riserva" alla gestione di crediti cartolarizzati.

Ciò detto, in virtù di questa interpretazione "oggettivistica" dell'esenzione - accolta ancor più chiaramente con esplicito riferimento proprio all'elemento della **"segmentazione del rischio"** negli indici interpretativi sopra riportati sub 7) a., b., c., d. ed e. - verrebbero dunque attratte nell'ambito della Direttiva e del Decreto, non godendo dell'"esenzione", le cartolarizzazioni ex L.130/99 purché strutturalmente **"mono-tranche"**; per esse dunque il ruolo di *Master Servicer* potrebbe/dovrebbe esser affidato dal veicolo-acquirente a banche, intermediari 106, "gestori di crediti in sofferenza" e - noi riteniamo, in virtù di quanto sopra esposto - anche i "gestori di crediti dell'Unione Europea"; **viceversa**, qualsiasi altra cartolarizzazione, anche ex L. 130/99 in cui sia prevista la segmentazione del rischio, rimarrebbe esclusa dalla Direttiva e, nel caso di applicabilità della L. 130/99, il ruolo di *Master Servicer* dovrà/potrà esser tuttora svolto **solo da banche o intermediari 106 TUB.**

dello schema dipendono dalla performance dell'esposizione o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell'operazione o dello schema; c) l'operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all'articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013"

<sup>14</sup> Così, infatti, conclude la Relazione Illustrativa della Camera dei Deputati del 10 giugno 2024 di cui sopra sub 3).

Ricostruito quanto sopra alla luce dei molteplici indici normativi e interpretativi riportati, non può omettersi di tornare ad interrogarci sulla legittimità stessa di tale **“esenzione”** posto che l’art. 2, comma 4 della Direttiva non parla affatto di “esenzione” – diversamente da quanto può leggersi invece chiaramente nel comma 6, con riferimento ai soggetti ivi previsti – né prevede un vero e proprio margine di discrezionalità per gli Stati Membri – similmente a quanto previsto invece per altre disposizioni oggetto di recepimento – limitandosi a far salve (**“lascia impregiudicate”**)<sup>15</sup> le discipline nazionali in materia di gestione dei crediti **quando** l’acquirente sia un veicolo di cartolarizzazione; le conseguenze che possono promanare dalle due diverse opzioni di tecnica legislativa appaiono ad evidenza ben diverse. E infatti, quanto alla portata di tale “salvezza”/“esenzione” dall’applicazione della Direttiva/Decreto per le operazioni di cartolarizzazione domestiche ex L.130/99 – anche qualora si vogliano considerare, in virtù della discutibile opzione ermeneutica sopra illustrata, solo quelle che presentino un *tranching* del rischio – **occorre chiedersi se essa possa o meno effettivamente leggersi nel senso di giustificare la loro esclusione dal regime di liberalizzazione e armonizzazione disegnato dalla direttiva, invocandosi conseguentemente una permanente validità, per tali operazioni, della più ristretta “riserva di attività”** quale oggi prevista, dall’art. 2, commi 3, lett. c) e 6 della L.130/99, per lo svolgimento del ruolo di *Master Servicer*, solo a favore di banche e intermediari 106 TUB; **con esclusione, quindi, dei nuovi “gestori di crediti in sofferenza” e, soprattutto, allora, dei “gestori di credito dell’Unione europea”** operanti in regime di operatività transfrontaliera ex art. 114.9 del Decreto.

Una tale conclusione<sup>16</sup> – potendo frustrare parte degli obiettivi perseguiti dalla Direttiva – pare discutibile nel momento in cui il legislatore viene proprio a introdurre nell’ordinamento, in ottemperanza alla Direttiva, un nuovo soggetto appositamente autorizzato e vigilato – in termini non così dissimili da un intermediario 106<sup>17</sup> – proprio in relazione alle attività di “gestione di crediti in sofferenza”, “per conto di acquirenti”; fattispecie quindi morfologicamente del tutto conforme allo schema di qualsiasi operazio-

<sup>15</sup> Da questo punto di vista, come già rilevato sopra alla nota 8, la congettura formulata nel Documento di Consultazione pubblica del MEF, Dipartimento del Tesoro, in base al quale *“lasciando impregiudicata”* vuol dire *“escludendo dall’ambito di applicazione della direttiva”*, pare discutibile.

<sup>16</sup> Conclusione che pare espressamente riconosciuta nel documento di consultazione di cui sopra sub 4): v. in particolare la nota [2].

<sup>17</sup> Che pur presenta requisiti più rigorosi, motivo per cui non sono tenuti a chiedere l’apposita autorizzazione, in assenza della quale, tuttavia, non potranno giovare della passaportazione.

ne di cartolarizzazione e che presenta analoghe esigenze di tutela in ordine allo svolgimento di quella attività. E significativo, in tal senso, appare che il legislatore, nell’art. 114.3 del Decreto, tra i beneficiari della nuova “riserva” alla “gestione di crediti in sofferenza”, abbia infatti equiparato: le banche; gli intermediari 106; e i nuovi “gestori”; oltretutto, in virtù del regime di operatività transfrontaliera, i “gestori di credito dell’Unione europea”. **Tutt’altro che pacifico pare, dunque, l’esito ermeneutico in base al quale la speciale considerazione riservata nella Direttiva alle operazioni di cartolarizzazione possa valere a giustificare, procrastinandola – anche solo per le operazioni con segmentazione del rischio – la più ristretta riserva di attività oggi disposta dalla normativa specialistica nazionale per lo svolgimento del ruolo di *Master Servicer*.** La locuzione prevista nell’art. 2, comma 4 della Direttiva, **in base alla quale “La presente direttiva lascia impregiudicate le prescrizioni delle legislazioni nazionali degli Stati membri”** in materia di cartolarizzazione, dovrebbe a nostro avviso essere allora intesa nel senso di mantenere applicabile la disciplina comportamentale domestica, anche ove questa fosse diversa o incompatibile con quella unionale, ovvero a disapplicare, per quelle operazioni, la disciplina comportamentale introdotta dalla Direttiva – che risulti diversa dalla legge domestica – ove non espressamente richiamata (come avviene, ad es., ad opera dell’art. 114.10, comma 5 del Decreto). Viceversa, la “riserva di attività” prevista, in via speciale, dalla L.130/99 per lo svolgimento del ruolo di *Master Servicer*, dovrebbe comunque intendersi, d’ora innanzi, calata nel nuovo quadro normativo generale e, conseguentemente, già oggi automaticamente integrata e quindi estesa, per effetto del nuovo regime normativo introdotto, anche ai nuovi “gestori di crediti in sofferenza” e “gestori di credito dell’Unione Europea”.

Peraltro, una più ampia istanza di coordinamento tra la L.130/99 e la Direttiva SMD – da intendersi a nostro avviso nel senso di un allineamento, in maniera speculare, dei soggetti beneficiari della “riserva di attività” con riguardo alla “gestione” di crediti in sofferenza nel contesto di **qualsiasi tipologia** di cartolarizzazione – in ottemperanza a quanto previsto nella Legge di delegazione europea 2022-2023 (v. l’indice interpretativo di cui sopra sub 8)) – viene espressamente richiamata negli indici interpretativi sopra riportati sub, 10) e 11), sebbene ritenuta non necessaria dall’indice interpretativo sub 9), ma solo perché – pare di capire – la cartolarizzazione viene qui ritenuta del tutto esclusa dal “perimetro di intervento delimitato dalla SMD”, non ritenendosi conseguentemente questa la sede per una più ampia istanza di coordinamento tra i due diversi ambiti.

Una conclusiva osservazione attiene al ruolo che, nella nuova cornice normativa, verrebbe ad assumere il c.d. **“Special Servicer”**, figura a cui viene spesso oggi delegata dal veicolo (direttamente o in via indiretta, con struttura negoziale c.d. *double-decker*) l’attività di “riscossione e recupero”; figura non espressamente disciplinata dalla normativa domestica della cartolarizzazione ma impostasi nella prassi e tollerata dall’Autorità di Vigilanza, seppur ancor recentemente oggetto di richiamo nei suoi orientamenti di vigilanza<sup>18</sup>, alla luce dei profili di rischiosità che ciò comporta, potendosi determinare per tale via uno svuotamento di contenuto della riserva di attività. Come noto, tale prassi ricorre oggi diffusamente a **operatori titolari di licenza ex art. 115 TULPS**, e quindi soggetti non vigilati<sup>19</sup>. Ove, ai sensi di quanto sopra, si dovesse ritenere che il fenomeno domestico delle cartolarizzazioni ex L.130/99 (ovvero, perlomeno di quelle che presentano una segmentazione del rischio) è del tutto “esentato” dalla disciplina della Direttiva e del Decreto, la citata prassi potrebbe allora proseguire senza particolari interferenze. E, similmente, può ritenersi ove anche si dovesse concludere che tali operazioni (foss’anche solo quelle mono-tranche) debbano oggi svolgersi nel rispetto della nuova “riserva” delineata dalla Direttiva e dal Decreto per l’attività di gestione di crediti in sofferenza per conto di acquirenti”; in tal senso, infatti, gli spazi concessi dalla disciplina dell’esternalizzazione di una o più delle “attività di gestione”, nei termini espressamente previsti nella Direttiva/Decreto, paiono consentire di mantenere sostanzialmente inalterata quell’operatività sin qui adottata nella prassi, affidando a operatori titolari di licenza ex art. 115 TULPS<sup>20</sup> il ruolo di “Special Servicer”.

<sup>18</sup> V. Banca d’Italia, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischiosità e linee di vigilanza*, novembre 2021

<sup>19</sup> Prassi che ha costituito di recente anche oggetto di una giurisprudenza assai rigida: v. Trib. Viterbo del 27 maggio 2023; Trib. Monza del 13 novembre 2023; Trib. Termini Imerese del 10 novembre 2023; Trib. Livorno del 18 dicembre 2023; Trib. Civitavecchia del 27 dicembre 2023.

<sup>20</sup> Soluzione accolta e confermata esplicitamente negli indici interpretativi sopra riportati sub 3), 5) e 7)a..



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---