

Newsalert

Finance Practice Area

Cartolarizzazioni sostenibili: pubblicato il *report* dell'EBA

I. Introduzione

In data 2 marzo 2022, l'EBA (*European Banking Authority*) ha pubblicato un *report* (il "**Report**")¹ avente la finalità di agevolare lo sviluppo di un *framework* normativo in materia di cartolarizzazione sostenibile. Il *Report* include una *overview* dei recenti sviluppi e degli ostacoli da superare al fine di favorire tale sviluppo e alcune raccomandazioni indirizzate alla commissione Europea.

II. La sostenibilità nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione: stato dell'arte

Se da un lato può notarsi come lo stato di avanzamento della finanza sostenibile sia in notevole ascesa nel mercato del debito (basti pensare, a tale riguardo, ai "green bond" ovvero ai "sustainability-linked bond"); dall'altro lato, tuttavia, va osservato come la possibile integrazione dei fattori di carattere ambientale, sociale e le buone prassi di governo aziendale (c.d. fattori ESG – *Environmental, Social and Governance*) nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione sembri seguire un *trend* di crescita più lento.² Questo rallentamento potrebbe giustificarsi alla luce del fatto che la diffusione della sostenibilità nel particolare settore delle cartolarizzazioni deve necessariamente tenere in considerazione alcuni aspetti peculiari che connotano questa tecnica finanziaria, tra cui la pluralità dei soggetti a diverso titolo coinvolti in una determinata operazione; l'ampia gamma dei prodotti

¹ Il testo del *Report* è disponibile al seguente link: <https://www.eba.europa.eu/eba-recommends-adjustments-proposed-eu-green-bond-standard-regards-securitisation-transactions>.

² Al riguardo, l'EBA osserva come, a livello del mercato dell'UE, si sia assistito ad un numero piuttosto limitato di operazioni di cartolarizzazione cd. green, a differenza dei mercati degli Stati Uniti e cinese, nei quali queste ultime hanno avuto una più ampia maggiore diffusione.



CHIOMENTI

di finanza strutturata; nonché la notevole varietà delle attività sottostanti la cartolarizzazione medesima.

Un altro elemento che in qualche modo sembra ostacolare una più celere diffusione delle cartolarizzazioni sostenibili è l'attuale mancanza di uno specifico *green label*; ossia un *benchmark* che individui una serie di requisiti *standard* in presenza dei quali una determinata cartolarizzazione risulta qualificabile come sostenibile. Ciò detto, non deve comunque dimenticarsi che l'*International Capital Market Association* (ICMA) ha introdotto i *Green Bond Principles* (GBP),³ i *Social Bond Principles* (SBP),⁴ le *Sustainability Bond Guidelines* (SBG)⁵ e i *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP),⁶ i quali possono essere applicati anche alle operazioni di cartolarizzazione, ancorché siano nel frattempo diventati i principali *framework* a livello globale per l'emissione di prestiti obbligazionari.

Al fine di valutare se una cartolarizzazione può essere qualificata, occorre verificare se:

- (a) le attività finanziarie che fungono da *collateral* alle *asset-backed securities* (ABS) hanno un impatto positivo sui fattori ESG (si pensi ai mutui per l'efficienza energetica ovvero ai prestiti/*leasing* per auto elettriche);
- (b) i proventi sono utilizzati per (ri)finanziare in tutto o in parte attività che hanno un impatto positivo sui fattori ESG; e
- (c) le parti principali dell'operazione (e.g. l'*originator* e il *servicer*) si impegnano a raggiungere determinati indicatori di performance ("Key Performance Indicators") in relazione al perseguimento di obiettivi di sostenibilità.

Inoltre, l'EBA ha avuto cura di precisare come il mercato della cartolarizzazione a livello dell'UE potrebbe essere in grado di adattarsi senza particolari problemi ai fattori ESG, dal momento che l'attuale *framework* normativo in materia di cartolarizzazione a livello dell'UE già stabilisce elevati *standard* di *disclosure*; basti pensare alle informazioni relative all'efficienza energetica delle attività sottostanti le cartolarizzazioni cd. "semplici, trasparenti e standardizzate" (STS) di cui al Regolamento 2017/2402 (il "**Securitisation Regulation**"). L'EBA ha altresì rilevato come i partecipanti al mercato delle cartolarizzazioni abbiano già una discreta familiarità con la figura del terzo verificatore ai fini dell'ottenimento del STS *label*, nonché per quanto concerne il rispetto di dettagliati requisiti di *due diligence* previsti dal *Securitisation Regulation*.

³ Il testo dei GBP è disponibile al seguente link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.

⁴ Il testo dei SBP è disponibile al seguente link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.

⁵ Il testo dei SBG è disponibile al seguente link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>.

⁶ Il testo dei SLBP è disponibile al seguente link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>.



III. Le linee direttive dell'intervento EBA

L'analisi condotta dall'EBA nel *Report* si muove lungo le seguenti tre linee direttive:

3.1 L'eventuale applicazione di taluni regolamenti UE in materia di finanza sostenibile (ivi inclusi, l'EU GBS⁷, il Regolamento sulla Tassonomia⁸ e il SFDR⁹), alle cartolarizzazioni

Secondo quanto osservato dall'EBA, l'EU GBS dovrebbe applicarsi anche alle cartolarizzazioni, a condizione che vengano apportate alcune modifiche al predetto regolamento. In particolare, l'EBA raccomanda che i requisiti previsti dall'EU GBS si applichino a livello del cedente, piuttosto che a livello dell'emittente/società veicolo della cartolarizzazione (l'applicazione a livello della SPV comporta una serie di problematiche tecniche): una siffatta soluzione consentirebbe (a) di applicare la normativa al soggetto che possiede una maggiore sostanza economica; e (b) ad una determinata cartolarizzazione che risulti sprovvista di un pool di attività sottostanti qualificabile come green di soddisfare comunque i requisiti previsti dall'EU GBS, a condizione che il cedente si impegni a destinare tutti i proventi generati dalla cartolarizzazione per finanziare progetti con caratteristiche di sostenibilità. L'EBA, tuttavia, sottolinea la necessità di prevedere ulteriori requisiti di informativa al fine di garantire che gli investitori siano effettivamente consapevoli delle caratteristiche green delle attività sottostanti la cartolarizzazione. Peraltra, l'EBA sottolinea altresì come l'integrazione dei fattori ESG nel contesto della cartolarizzazione sembri richiedere ulteriori approfondimenti: per un verso, il Regolamento sulla Tassonomia non si applica direttamente a queste ultime; per altro verso, gli strumenti finanziari emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione non sono "prodotti finanziari" così come definiti nel SFDR.

a. La potenziale emanazione di un framework normativo dedicato alle cartolarizzazioni sostenibili

Dall'analisi emersa dal *Report* sembrerebbe che l'EBA stia valutando con poca convinzione l'introduzione, allo stato attuale, di un framework normativo specificamente dedicato alle cartolarizzazioni sostenibili, alla luce della modesta diffusione di tali operazioni al livello europeo.

⁷ In data 6 luglio 2021, la Commissione Europea ha pubblicato la proposta legislativa per l'istituzione di un regolamento sui *green bonds* europei (cd. *European Green Bond Standard*); ossia il framework legislativo europeo per i *green bonds*. L'ambito di applicazione soggettivo del Regolamento include tutti gli emittenti, sia pubblici sia privati, che intendono volontariamente utilizzare la qualifica di "*European green bonds*" con riferimento alle proprie emissioni di *green bonds*; fermo restando che il quadro normativo si presta per essere utilizzato anche da emittenti di obbligazioni bancarie garantite (*covered bonds*) e di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABS – *asset backed securities*).

⁸ Il Regolamento (UE) 2020/852 (cd. Regolamento sulla Tassonomia) ha introdotto nel sistema normativo europeo una classificazione delle attività che possono essere qualificate come sostenibili in base all'allineamento agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea, nonché al rispetto di alcune clausole di carattere sociale. Il testo del predetto Regolamento è disponibile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>.

⁹ Il Regolamento (UE) 2019/2088 (cd. **SFDR** – *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) - relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari - mira a contrastare il fenomeno del cd. *greenwashing*, nonché a favorire l'afflusso di investimenti verso la sostenibilità, attraverso la riduzione delle asimmetrie informative nella relazione principale-agente, creando uno standard europeo della "*disclosure ESG*". Il testo del predetto Regolamento è disponibile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32019R2088>.



CHIOMENTI

3.3 Contenuto della disclosure di sostenibilità e requisiti di due-diligence per le operazioni di cartolarizzazione sostenibili.

L'EBA raccomanda che venga modificato il *Securitisation Regulation* al fine di estendere gli indicatori volontari aventi ad oggetto le informazioni sul modo di porsi dell'intermediario rispetto agli effetti negativi (cd. *principal adverse sustainability impact* (PAI)) alle cartolarizzazioni cd. "non-STS" (*Simple, Transparent and Standardised*).

IV. Transizione verso un'economia *green*: ruolo e posizionamento della cartolarizzazione

La cartolarizzazione potrebbe avere un ruolo rilevante nel finanziamento e nello sviluppo di progetti sostenibili, e segnatamente:

- (a) **agevolare l'accesso a finanziamenti per lo sviluppo di progetti green**: molti finanziamenti erogati per finalità *green* (es. fotovoltaico, efficienza energetica, veicoli elettrici e/o ibridi) fanno difficoltà ad accedere al mercato dei capitali in considerazione del fatto che, se considerati singolarmente, presentano importi di modesta entità - la cartolarizzazione consentirebbe l'accesso, in forma aggregata, a nuove tecniche di *funding*;
- (b) **promuovere la capacità di originare finanziamenti green**: attraverso la liberazione del rischio associato ad un determinato portafoglio di attività perseguita con la cartolarizzazione, gli *originator* avrebbero un incentivo ad espandere l'attività di erogazione di nuovi finanziamenti per finalità *green*;
- (c) **attrarre un più vasto pool di investitori**: la cartolarizzazione sostenibile offre un'opportunità di investimento per quei soggetti che non sono in grado di originare direttamente esposizioni *green*. Inoltre, attraverso la tecnica del *tranching*, la cartolarizzazione sostenibile può offrire un più ampio spettro di profili di rischio/rendimento; e
- (d) **contenere i rischi di esposizioni settoriali nell'industria green**: la crescita del volume dei finanziamenti erogati in un determinato settore (es. energia rinnovabile) potrebbe generare il rischio di un'esposizione eccessiva per un determinato *originator* - la cartolarizzazione consentirebbe di contenere tale rischio.

V. Perché investire in una cartolarizzazione sostenibile?

In linea con quanto osservato dall'EBA, si riportano di seguito alcune possibili motivazioni che possono orientare un determinato investitore ad optare per la cartolarizzazione sostenibile:

- **crescita e diversificazione del business:** la cartolarizzazione sostenibile potrebbe creare nuove opportunità di *business* per l'industria finanziaria (soprattutto con riferimento ai settori ad alto sviluppo commerciale come quello automobilistico);¹⁰
- **vantaggi di carattere reputazionale:** la finanza sostenibile offre ad istituti finanziari, investitori istituzionali e soggetti *corporate* l'opportunità di presentare il proprio *business* al mercato come lungimirante, innovativo e sostenibile; e
- **gestione del rischio ESG:** i soggetti che si avvicinano al mercato della finanza sostenibile sono incentivati a sviluppare meccanismi di valutazione del rischio collegato ai prodotti finanziari sostenibili; il che può rappresentare un presidio garantistico contro rischi finanziari ovvero mutamenti del contesto economico che siano conseguenza del fenomeno di transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

VI. Conclusioni

Se da un lato è innegabile che il mercato delle cartolarizzazioni sostenibili versi ancora in una fase iniziale di sviluppo (e, parimenti, che l'individuazione dei requisiti di sostenibilità nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione richieda ulteriori chiarimenti); dall'altro lato, può notarsi come la raccomandazione dell'EBA ad effettuare adeguamenti alla proposta EU GBS, sia un chiaro indice a sostegno del fatto che le cartolarizzazioni possano contribuire a promuovere la transizione verso un'economia che tenga in debita considerazione i fattori ESG.

Sulla base delle conclusioni emerse dal *Report* dell'EBA, la Commissione UE dovrebbe presentare una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla creazione di un *framework* sulle cartolarizzazioni sostenibili, insieme ad una proposta legislativa, ove ritenuto opportuno. Nel frattempo, sarà interessante vedere se il mercato delle cartolarizzazioni sostenibili continuerà ad evolvere seguendo gli attuali *standard* di mercato ovvero se qualche emittente comincerà a far propri sin da subito alcuni dei principi dello EU GBS.

Contatti

Gregorio Consoli

Partner – Chiomenti
T. +39 02 72157 637
gregorio.consoli@chiomenti.net

Gianrico Giannesi

Partner – Chiomenti
T. +39 06 46622 507
gianrico.giannesi@chiomenti.net

Salvatore Maria Sardo

Senior Associate – Chiomenti
T. + 39 02 72157 769
salvatore.sardo@chiomenti.net

¹⁰ Ad esempio, l'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) prevede che le vendite di auto elettriche in Europa raggiungeranno quasi 1,5 milioni all'anno entro il 2025 e raggiungeranno più di 2,8 milioni entro il 2030.