

Luglio 2018

Obbligazioni garantite europee: le nuove proposte legislative della Commissione Europea

Gregorio Consoli e Irene Scalzo, Chiomenti

1. Introduzione

Il 12 marzo 2018 la Commissione Europea ha adottato un pacchetto di misure inteso a rafforzare l'unione dei mercati dei capitali che comprende norme sulle obbligazioni garantite e, in particolare, una proposta di regolamento che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda le esposizioni sotto forma di obbligazioni garantite e una proposta di direttiva relativa all'emissione di obbligazioni garantite e alla vigilanza pubblica delle stesse e che modifica la direttiva 2009/65/CE e la direttiva 2014/59/UE.

Le obbligazioni garantite, con 2.100 miliardi di Euro in essere, costituiscono oggi un'importante ed efficace fonte di finanziamento per le banche europee; sono strumenti finanziari garantiti emessi da enti creditizi e garantiti da un aggregato di attivi segregato (*cover pool*) sul quale i possessori delle obbligazioni possono rivalersi direttamente in qualità di creditori privilegiati. Al tempo stesso, i possessori delle obbligazioni conservano il diritto di credito nei confronti dell'emittente – che mantiene il rischio in bilancio - come creditori ordinari. Questo duplice diritto di credito nei confronti del patrimonio segregato e dell'emittente è denominato meccanismo di “doppia rivalsa” (*dual recourse*). Tali strumenti sono pertanto considerati utili non solo perché costituiscono una forma di finanziamento vantaggiosa sotto il profilo dei costi per gli emittenti, ma anche perché sono particolarmente sicuri per gli investitori.

Poiché le obbligazioni garantite non hanno avuto uno sviluppo uniforme in Europa, il mercato dell'Unione è attualmente frammentato lungo i confini nazionali, con differenze non trascurabili tra le normative di ciascuno degli Stati membri. Tali strumenti sono disciplinati solo parzialmente dal diritto dell'Unione che non definisce in maniera esaustiva che cosa costituisce effettivamente un'obbligazione garantita, ma si occupa di riconoscere ai *covered bond* che rispettano determinate caratteristiche trattamenti di favore in relazione agli aspetti prudenziali o altri aspetti regolamentari.

Pur beneficiando per vari aspetti di un trattamento preferenziale dal punto di vista prudenziale e regolamentare in ragione dei minori rischi, una disciplina minimale delle obbligazioni garantite è contenuta nell'articolo 129 del Regolamento n. 575/2013 ("CRR") e nell'articolo 52 della Direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Le altre normative che fanno riferimento ai *covered bond* a fini di disciplinarne gli effetti si limitano a fare riferimento a queste due discipline principali.

La prima definizione era contenuta nella Direttiva 2009/65/CE ed era stata redatta con lo scopo di individuare gli strumenti finanziari in cui possono investire gli OICVM. L'articolo 52, paragrafo 4, della direttiva 2009/65/CE stabilisce requisiti molto generali per quanto concerne gli elementi strutturali delle obbligazioni garantite. Tali requisiti sono limitati alle necessità che le obbligazioni garantite siano emesse da enti creditizi aventi la sede legale in uno Stato membro e siano soggette a speciale vigilanza pubblica e a un meccanismo di doppia rivalsa.

L'articolo 129 del CRR contiene ulteriori condizioni, rispetto a quelle di cui all'articolo 52, paragrafo 4, della direttiva 2009/65/CE, ai fini dell'ottenimento del trattamento prudenziale preferenziale per quanto riguarda i requisiti patrimoniali degli enti creditizi che investono in obbligazioni garantite. Tali requisiti supplementari, pur aumentando il livello di armonizzazione delle obbligazioni garantite all'interno dell'Unione, hanno come finalità specifica la definizione delle condizioni alle quali gli investitori in obbligazioni garantite possono ottenere detto trattamento preferenziale, e non sono applicabili al di fuori dell'ambito di applicazione della regolamentazione bancaria (o delle altre normative che la richiamano).

In ambito comunitario è sorta quindi l'esigenza di individuare una normativa comunitaria delle obbligazioni bancarie garantite volta ad armonizzare le legislazioni nazionali in ottica di protezione dello strumento.

L'assunto di partenza del processo di armonizzazione è che un quadro normativo dell'Unione sulle obbligazioni garantite, fornendo una definizione chiara e univoca per questi strumenti e delineandone le principali caratteristiche, permetterebbe di migliorarne l'utilizzo come fonte di finanziamento stabile e vantaggioso sotto il profilo dei costi per gli enti creditizi, offrirebbe agli investitori una gamma più ampia e più sicura di opportunità di investimento e contribuirebbe a preservare la stabilità finanziaria.

Il pacchetto normativo proposto dalla Commissione è costituito da una direttiva e un regolamento che vanno considerati in unico contesto.

La direttiva fornisce una definizione comune di obbligazioni garantite e ne disciplina gli elementi essenziali.

Il regolamento introduce alcune modifiche all'articolo 129 CRR con riferimento ai requisiti in materia di livello minimo per l'eccesso di garanzia (c.d. *overcollateralisation*) e di attivi sostitutivi, con lo scopo di prevedere requisiti aggiuntivi per l'ottenimento di una ponderazione preferenziale dello strumento.

2. Proposta di direttiva

Lo scopo principale della proposta di direttiva è disciplinare le condizioni alle quali gli enti creditizi possono emettere obbligazioni garantite come strumento di finanziamento. La direttiva disciplina le caratteristiche strutturali dello strumento, ne fornisce una definizione e prevede una speciale vigilanza pubblica per le obbligazioni garantite, fissando norme che consentono l'uso del marchio "obbligazioni garantite europee".

2.1 Oggetto, ambito di applicazione e definizioni

La direttiva definisce le obbligazioni garantite come *titoli di debito* emessi da *enti creditizi* e *garantiti* da un *pool di attivi segregato*, sul quale i possessori delle obbligazioni possono rivalersi *direttamente* in qualità di *creditori privilegiati*.

Tradizionalmente, le obbligazioni garantite sono emesse da enti creditizi e la direttiva, in linea con questa tradizione e coerentemente alla natura dello strumento - che consiste nel fornire finanziamenti per i prestiti - consente solo agli enti creditizi di emettere obbligazioni garantite. Inoltre, gli enti creditizi dispongono delle necessarie conoscenze e capacità di gestione del rischio di credito per quanto riguarda gli attivi inclusi nel *cover pool* e sono soggetti a solidi requisiti patrimoniali che contribuiscono a rafforzare la tutela degli investitori, quale prevista dal meccanismo di doppia rivalsa.

Gli emittenti conformi alle previsioni della direttiva potranno utilizzare il marchio "*obbligazioni garantite europee*" (c.d. "*European covered bonds label*") anche in abbinamento a specifici marchi nazionali.

2.3 Caratteristiche strutturali delle obbligazioni garantite

Come anticipato, tra gli scopi della direttiva vi è quello di prevedere una serie di requisiti strutturali più articolati rispetto a quelli della direttiva 2009/65/CE sugli OICVM, al fine di contribuire a migliorare la qualità delle obbligazioni garantite dell'UE.

Più nello specifico, tra le principali caratteristiche vi sono:

- (i) il c.d. "*dual recourse*": il meccanismo di doppia rivalsa è un concetto fondamentale e una componente essenziale di molti dei quadri nazionali vigenti in materia di obbligazioni garantite; in tale contesto, la direttiva precisa tale concetto, definendolo come un duplice diritto di credito nei confronti sia dell'emittente delle obbligazioni garantite che degli attivi inclusi nel *cover pool*;

- (ii) la c.d. “bankruptcy remoteness”: la “non aggredibilità” in caso di procedura concorsuale significa che la scadenza delle obbligazioni garantite non può essere ridotta automaticamente in caso di insolvenza o di risoluzione dell'emittente. Tale previsione è volta ad assicurare che gli investitori siano rimborsati secondo le scadenze contrattuali anche in caso di *default*. Tale caratteristica è direttamente collegata al meccanismo di doppia rivalsa ed è considerata un elemento centrale del quadro in materia di obbligazioni garantite;
- (iii) qualità del *pool* di attivi di copertura: la direttiva intende assicurare che come garanzia reale siano utilizzati solo attivi di qualità elevata e prevede disposizioni relative alla segregazione degli attivi di copertura e alla loro uniformità, nonché disposizioni intese ad assicurare che gli attivi ubicati al di fuori dell'UE presentino le stesse caratteristiche di qualità di quelli nell'UE, nonché, infine, che i contratti derivati siano utilizzati solo a fini di copertura. Secondo quanto previsto dal considerando n. 15 della proposta, tali disposizioni in materia di attivi non dovrebbero impedire agli Stati membri di autorizzare l'uso di altre categorie di attivi come garanzie reali nei rispettivi ordinamenti, a condizione che tali attivi siano conformi al diritto dell'Unione;
- (iv) scadenza delle obbligazioni: in alcuni Stati membri sono state sviluppate strutture innovative con riferimento alla scadenza dei titoli al fine di rimediare a potenziali rischi di liquidità, compresi i disallineamenti di durata. Queste strutture prevedono la possibilità di prorogare la scadenza programmata delle obbligazioni garantite per un determinato periodo di tempo (c.d. *Soft bullet covered bond*) o di consentire il trasferimento diretto dei flussi finanziari derivanti dagli attivi compresi nel *cover pool* ai possessori di obbligazioni garantite secondo la tempistica di rimborso degli stessi (c.d. *Conditional pass through covered bond*). La direttiva si occupa di disciplinare tali strutture per garantire che non siano inutilmente complesse od opache e che non modifichino le caratteristiche strutturali delle obbligazioni garantite, esponendo gli investitori a maggiori rischi;
- (v) rischio di liquidità: la direttiva stabilisce i requisiti della riserva di liquidità riguardante specificamente il *cover pool*, che integrano i requisiti di liquidità prudenziali previsti da altri atti della normativa finanziaria dell'UE, al fine di garantire il tempestivo rimborso delle obbligazioni e affrontare i rischi di carenza di liquidità, quali disallineamenti di scadenze e di tassi di interesse, interruzioni dei pagamenti, commistione dei rischi, derivati e altre passività operative in scadenza nell'ambito del programma di obbligazioni garantite;
- (vi) il c.d. “cover pool monitor”: in linea con quanto previsto da molte normative nazionali (tra qui quella italiana) la direttiva prevede che nell'emissione di *covered bond* alcuni compiti di controllo siano riconosciuti in capo a un soggetto esterno (c.d. *cover pool monitor*);

- (vii) requisiti di trasparenza: nel corso del tempo i legislatori nazionali e i partecipanti al mercato hanno sviluppato diverse iniziative riguardanti le informazioni da comunicare agli investitori in obbligazioni garantite ad integrazione della direttiva 2003/71/CE. La direttiva intende definire, a livello dell'Unione, qual è il livello minimo comune di informazioni a cui gli investitori dovrebbero avere accesso prima o al momento dell'acquisto di obbligazioni garantite. Gli Stati membri dovrebbero poter integrare tali requisiti minimi con disposizioni supplementari.

2.3 Vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite

La vigilanza pubblica – già requisito minimo necessario per rispettare quanto previsto dall'articolo 52 della direttiva 2009/65/CE – rappresenta uno degli elementi di maggiore disomogeneità nelle legislazioni nazionali. Infatti, se una qualche forma di vigilanza è presente in tutti gli ordinamenti che hanno adottato legislazioni sui *covered bond*, le modalità e le caratteristiche di tale vigilanza sono diverse da paese a paese.

La direttiva intende armonizzare gli elementi essenziali della vigilanza pubblica e prevedere compiti e responsabilità delle autorità nazionali competenti che la eseguono in modo omogeneo nei diversi paesi dell'Unione.

Poiché la vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite è distinta dalla vigilanza sugli enti creditizi nell'Unione, per l'esercizio di questo diverso ruolo di vigilanza, gli Stati membri dovrebbero poter designare autorità nazionali competenti diverse da quelle responsabili della vigilanza generale sull'ente creditizio. Tuttavia, per garantire uniformità di applicazione della vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite in tutta l'Unione la direttiva prevede che le autorità che esercitano la vigilanza pubblica sulle obbligazioni garantite operino in stretta collaborazione con l'autorità competente per la vigilanza sugli enti creditizi.

La direttiva prevede che la vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite debba includere una autorizzazione all'emissione di obbligazioni garantite. Dal momento che solo gli enti creditizi dovrebbero essere autorizzati a emettere obbligazioni garantite, l'autorizzazione come ente creditizio dovrebbe essere una condizione preliminare per tale altra autorizzazione, ma non di per sé sufficiente. In tale prospettiva la direttiva contiene disposizioni che disciplinano le condizioni in base alle quali gli enti creditizi possono ottenere l'autorizzazione ad esercitare l'attività di emissione di obbligazioni garantite nell'ambito di un programma.

Per garantire il rispetto delle previsioni della direttiva, inoltre, gli Stati membri saranno tenuti a prevedere sanzioni amministrative e altre misure amministrative che siano effettive, proporzionate e dissuasive, e che siano applicate dalle autorità competenti.

2.4 Labelling

Le obbligazioni garantite sono spesso commercializzate nell'Unione utilizzando denominazioni e marchi nazionali. La direttiva autorizza gli enti creditizi a utilizzare il marchio specifico "obbligazioni garantite europee" (c.d. "European covered bonds label") per l'emissione di obbligazioni garantite, che semplificherebbe la valutazione della qualità delle obbligazioni garantite da parte degli investitori. L'uso di tale definizione dovrebbe essere facoltativo e gli Stati membri dovrebbero poter mantenere il loro quadro nazionale per quanto concerne le denominazioni e i marchi parallelamente al marchio "obbligazioni garantite europee", a condizione che questi siano conformi ai requisiti stabiliti dalla direttiva.

3. Proposta di regolamento

Come anticipato, il pacchetto normativo approvato dalla Commissione Europea include una proposta di regolamento avente ad oggetto, in particolare, la modifica dell'articolo 129 del CRR.

Le modifiche proposte mantengono in larga parte saldo il regime attuale, prevedendo però requisiti aggiuntivi per ottenere la ponderazione preferenziale.

3.1 Modifica dell'articolo 129 del regolamento (UE) n. 575/2013

Una delle proposte di modifica incluse nel regolamento riguarda l'introduzione di una norma che consenta esposizioni verso enti creditizi classificate nella classe di merito di credito 2 fino a un massimo del 10% dell'esposizione totale dell'importo nominale delle obbligazioni garantite in essere dell'ente emittente, senza che sia necessario consultare l'EBA.

Ai sensi del vigente articolo 129, paragrafo 1, terzo comma, del CRR, le autorità competenti possono derogare in parte all'applicazione del requisito per la classificazione delle esposizioni nella classe di merito di credito 1 di cui all'articolo 129, paragrafo 1, primo comma, lettera c), e consentire un'esposizione classificata nella classe di merito di credito 2 fino a un massimo del 10% dell'esposizione totale dell'importo nominale delle obbligazioni garantite in essere dell'ente emittente. Tale deroga parziale si applica tuttavia solo previa consultazione dell'EBA e solo a condizione che negli Stati membri in questione possano essere documentati significativi problemi potenziali di concentrazione dovuti all'applicazione del requisito per la classe di merito di credito 1.

Poiché i requisiti per la classificazione delle esposizioni nella classe di merito di credito 1 stabiliti dalle agenzie esterne di valutazione del merito di credito sono diventati sempre più difficili da rispettare nella maggior parte degli Stati membri, sia all'interno che all'esterno della zona euro, l'applicazione di tale deroga è stata ritenuta necessaria dagli Stati membri che ospitano i maggiori mercati delle obbligazioni garantite. Alla luce di quanto sopra, al fine di semplificare l'utilizzo di esposizioni verso enti creditizi come

garanzie per le obbligazioni garantite e per far fronte a tale difficoltà, si è reso dunque necessario modificare l'articolo 129, paragrafo 1, CRR al fine di rendere ammissibili esposizioni verso enti creditizi classificate nella classe di merito di credito 2 fino a un massimo del 10% dell'esposizione totale dell'importo nominale delle obbligazioni garantite in essere dell'ente emittente, senza che sia necessario consultare l'EBA.

3.2 Overcollateralisation

Per migliorare ulteriormente la qualità delle obbligazioni garantite che ricevono il trattamento patrimoniale preferenziale di cui all'articolo 129 del CRR, la proposta di Regolamento prevede il rispetto di un livello minimo di *overcollateralisation*, ossia un livello di garanzia superiore ai requisiti di copertura di cui all'articolo 15 della proposta di direttiva sopra descritta.

Le modifiche proposte introducono un livello fissato tra il 2 e il 5%, a seconda degli attivi inclusi nel *cover pool*. Questo livello, in linea con le indicazioni dell'EBA e con i risultati dello studio condotto da ICF International nel 2016 su istruzione della Commissione (denominato "*Covered bonds in the European Union: harmonisation of legal frameworks and market behaviours*" (*obbligazioni garantite nell'Unione europea: armonizzazione dei quadri giuridici e dei comportamenti di mercato*), ICF (2017)), pur essendo inferiore rispetto alle nuove norme di Basilea, renderebbe nelle intenzioni del legislatore comunitario il prodotto più sicuro e aumenterebbe il livello per la maggior parte degli Stati membri, con lo scopo di attenuare i rischi più rilevanti in caso di insolvenza o risoluzione dell'emittente.