

Gennaio 2020

Il nuovo regime dell'Unione Europea in materia di obbligazioni bancarie garantite

Avv. Tanja Svetina, Partner, Avv. Gianmarco Gulli, Senior Associate, Clifford Chance Studio Legale Associato

1. Il nuovo quadro normativo

In linea con il progetto di rafforzamento del mercato dei capitali europeo (*Capital Markets Union*) sono state approvate dall'Unione Europea alcune misure volte a promuovere lo sviluppo e l'armonizzazione, nel contesto dei Paesi membri, del quadro normativo riguardante le obbligazioni bancarie garantite (*covered bonds*).

Il traguardo è frutto di un intenso piano di azione (*action plan*)¹ della Commissione Europea, iniziato già nel 2015 con l'apertura di una consultazione pubblica finalizzata ad identificare le vulnerabilità dei mercati nazionali connesse alla crisi finanziaria e conclusa con l'approvazione definitiva e pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Unione Europea il 18 dicembre 2019 dei seguenti atti normativi:

- Direttiva (UE) 2019/2162 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'emissione di obbligazioni garantite e alla vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite e che modifica la Direttiva 2009/65/CE e la Direttiva 2014/59/UE (la "**Direttiva OBG**");
- Regolamento (UE) 2019/2160 del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda le esposizioni sotto forma di obbligazioni garantite (il "**Regolamento OBG**").

Le misure sopra richiamate costituiscono quindi un passo aggiuntivo volto ad assicurare una maggiore omogeneità delle regole applicabili in materia di obbligazioni bancarie garantite nei diversi Stati membri, al fine di incentivarne l'utilizzo come fonte di finanziamento e rendere più efficiente il funzionamento dei mercati.

Con lo strumento della direttiva il legislatore europeo ha inteso fissare i requisiti di emissione e gli elementi strutturali che devono rispettare le obbligazioni garantite emesse nell'Unione Europea, oltre a prevedere tra l'altro un sistema di vigilanza pubblica delle

¹ Comunicazione della Commissione del 30 settembre 2015 intitolata "*Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*".

stesse, lasciando contestualmente un margine di discrezionalità agli Stati membri in sede di recepimento nei propri ordinamenti nazionali. Gli Stati membri sono infatti tenuti ad adottare e pubblicare entro l'8 luglio 2021 le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie a conformarsi alla Direttiva OBG, nonché ad applicare tali disposizioni al più tardi entro l'8 luglio dell'anno successivo.

Diversamente, il Regolamento OBG, direttamente applicabile senza necessità di recepimento nell'ordinamento nazionale degli Stati membri, introduce solo alcune variazioni all'articolo 129 della *Capital Requirements Regulation* (“CRR”) al fine di rafforzare le condizioni per l'applicazione alle obbligazioni bancarie garantite emesse in linea con i dettami del Regolamento OBG di un trattamento prudenziale più vantaggioso. Il Regolamento OBG si applicherà in via differita a decorrere dall'8 luglio 2022, in combinato disposto con le disposizioni che recepiranno la Direttiva OBG al fine di assicurare l'applicazione uniforme del nuovo quadro che stabilisce le caratteristiche strutturali dell'emissione di obbligazioni garantite e i requisiti modificati per il relativo trattamento prudenziale.

2. Direttiva OBG e impatto sulla normativa in materia di obbligazioni bancarie garantite italiane

L'emissione di obbligazioni garantite è prevista in Italia nella forma di “obbligazioni bancarie garantite” dalla Legge no. 130/1999 (la “**Legge 130**”), e dal relativo decreto di attuazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 14 dicembre 2006, n. 310 (il “**Decreto 310**”), nonché dalle disposizioni di vigilanza emanate in materia dalla Banca D'Italia (Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013) (le “**Disposizioni di Vigilanza**”). La nuova normativa comunitaria non sembra avere impatti rilevanti sul piano strutturale in relazione al complesso regolamentare già in vigore in Italia, il cui mercato in obbligazioni bancarie garantite è da tempo sviluppato. Resterà in ogni caso la necessità di armonizzare il regime applicabile ai principi comunitari, eliminando eventuali difformità o implementando i requisiti aggiuntivi richiesti.

Uno degli elementi innovativi della Direttiva OBG consiste nell'introduzione di una definizione di obbligazioni garantite (*covered bonds*), intese come titoli di debito emessi da un ente creditizio e garantiti da un portafoglio costituito da attività di copertura (il “*cover pool*”) sulle quali gli investitori possono rivalersi direttamente in qualità di creditori privilegiati. La definizione supera pertanto la frammentazione delle previsioni contenute in precedenza a vario titolo nella normativa comunitaria e le eventuali incongruenze nel quadro definitorio degli Stati membri. Riservando sotto il profilo soggettivo l'emissione delle obbligazioni garantite agli enti creditizi si assicura quindi che l'emittente disponga delle conoscenze necessarie per gestire il rischio di credito relativo al *cover pool* e si assicura altresì che l'emittente sia assoggettato ai necessari requisiti patrimoniali che tutelano gli investitori.²

² Considerando 11 della Direttiva OBG.

In Italia, l'articolo 7-bis, comma 1 della Legge 130, già riserva la possibilità di emissione delle obbligazioni bancarie garantite alle sole banche e limita la natura delle attività poste a garanzia ad attività di elevata qualità creditizia: ossia a) crediti fondiari e ipotecari, b) crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime, nonché c) titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della stessa natura. Tali attività vengono cedute in favore di società veicolo (le "SPV") il cui oggetto esclusivo sia l'acquisto di tali crediti e titoli, mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti, e la prestazione di garanzia da parte della SPV per le obbligazioni emesse dalle stesse banche. Pertanto lo schema di base di queste operazioni, in Italia, è il seguente:

- 1) cessione da parte della banca emittente (o di altra banca) alla SPV degli attivi costituenti il *cover pool*, ossia del portafoglio complessivo che comprende le attività di copertura che generano i flussi di cassa a garanzia del rimborso delle obbligazioni bancarie garantite;
- 2) erogazione alla SPV, tipicamente da parte della stessa banca cedente, di un finanziamento subordinato finalizzato all'acquisto del *cover pool* stesso;
- 3) prestazione da parte della SPV di una garanzia irrevocabile, autonoma, incondizionata e a prima richiesta in favore dei portatori delle obbligazioni bancarie garantite;
- 4) emissione da parte della banca emittente di obbligazioni bancarie garantite.

2.1. segue: Doppia rivalsa e non aggredibilità delle obbligazioni garantite

Premesso quindi che la struttura dei *covered bonds* è già da tempo consolidata in Italia, la Direttiva OBG stabilisce alcuni principi cardine a cui i vari ordinamenti nazionali dovranno adeguarsi, primo tra i quali la previsione del meccanismo di **doppia rivalsa**³ (*dual recourse*) delle obbligazioni garantite. Con tale concetto ci si riferisce al duplice livello di protezione, insito nella struttura stessa dell'operazione, riconosciuto per legge agli investitori mediante l'attribuzione di due diritti di credito rispettivamente (i) nei confronti dell'emittente e (ii) sul capitale e sugli eventuali interessi maturati a valere sul *cover pool*. Trasponendo il principio nell'ordinamento italiano i *bondholders* ai sensi della Legge 130 avranno a disposizione una duplice garanzia in caso di insolvenza della banca emittente ossia, da un lato, la garanzia patrimoniale generica data dal patrimonio della banca a norma dell'articolo 2740 del codice civile e, dall'altro, la segregazione *ex lege* degli attivi di alta qualità ceduti alla SPV escutibile attraverso l'impegno autonomo di garanzia assunto dalla SPV.

Un altro concetto fondamentale che il legislatore europeo ha ritenuto necessario riconoscere a condizioni armonizzate nell'Unione Europea è quello di **bankruptcy**

³ Articolo 4 della Direttiva OBG.

*remoteness*⁴, consistente nella non aggredibilità e quindi nella non automatica decadenza dal beneficio del termine (*acceleration*) degli obblighi di pagamento collegati alle obbligazioni garantite in caso di insolvenza o di assoggettamento a procedure di risoluzione della banca emittente. L'obiettivo perseguito dalla direttiva attraverso l'applicazione di questo principio è quello di assicurare che i *bondholders* siano rimborsati alle scadenze contrattualmente convenute, evitando che l'accelerazione automatica possa impattare sulla posizione di soddisfacimento degli investitori in questi strumenti finanziari⁵. Nel nostro ordinamento questa caratteristica risulta già dalle disposizioni del Decreto 310⁶ che stabilisce i casi di escussione della garanzia prestata dalla SPV e prevede che:

- in caso di inadempimento da parte della banca emittente nei confronti dei *bondholders*, la SPV provvede all'adempimento nei termini e alle condizioni originariamente convenuti, nei limiti del patrimonio separato;
- in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente, la SPV provvede in via esclusiva nei limiti del patrimonio separato all'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei *bondholders*, anche qui nei termini e alle condizioni originariamente convenuti. In tal caso si prevede inoltre che la SPV eserciti in via esclusiva i diritti dei *bondholders* nei confronti della banca in liquidazione, e che le somme derivanti da tale esercizio siano comprese nel patrimonio separato;
- in caso di sospensione dei pagamenti ai sensi dell'articolo 74 del Decreto Legislativo 385/1993 (il “**Testo Unico Bancario**”) la SPV provvede, nei limiti del patrimonio separato, all'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei *bondholders* limitatamente ai crediti scaduti ed esigibili nel corso del periodo di sospensione e, per le somme corrisposte, la SPV esercita il diritto di regresso nei confronti della banca emittente.

Tale principio nell'ordinamento italiano è compendiato anche da una serie di regole ulteriori attinenti alla disciplina fallimentare, tra cui, ad esempio, la disposizione⁷ secondo cui ai finanziamenti concessi alla SPV e alla garanzia prestata dalla stessa si applica l'articolo 67, quarto comma del R.D. 267/1942 (la “**Legge Fallimentare**”), con la funzione quindi di isolare dalla possibilità di revocatoria il finanziamento subordinato concesso dalla banca cedente alla SPV, nel caso di insolvenza della banca.

⁴ Articolo 5 della Direttiva OBG.

⁵ Considerando (14) della Direttiva OBG.

⁶ Articolo 4 del Decreto 310.

⁷ Articolo 7-bis, comma 4 ult. per. della Legge 130.

2.2. segue: Attivi di copertura

La Direttiva OBG prevede una serie di requisiti riguardanti gli attivi che possono essere ricompresi nel *cover pool* a garanzia delle obbligazioni garantite. Tali attività di copertura possono essere:

- **attività ammissibili ai sensi dell'articolo 129, paragrafo 1 della CRR** (come modificato dal Regolamento OBG);
- **attività di copertura di elevata qualità creditizia** e tali da assicurare alla banca emittente di essere titolare di diritti di credito pienamente opponibili e in grado di realizzare i beni utilizzati come garanzia reale.

Questi attivi devono, tra l'altro, rappresentare un credito per il pagamento di somme con un valore minimo determinabile in ogni momento, giuridicamente valido ed opponibile, incondizionato e che sia garantito da un'ipoteca o altro gravame o garanzia opponibili, in grado di far recuperare il valore del credito senza indebito ritardo. In relazione alle garanzie reali si prevede, tra l'altro, che esista un registro pubblico in cui siano indicati la proprietà e i diritti di credito relativi ai beni, mentre con riferimento alle attività sotto forma di esposizioni, si richiede che la solidità della controparte derivi dall'assoggettamento alla potestà dell'ordinamento tributario o alla vigilanza pubblica circa la sua solidità operativa e finanziaria; o

- **attività sotto forma di prestiti concessi a, o garantiti da, imprese pubbliche.**

Queste attività possono costituire il sottostante delle obbligazioni garantite purché soddisfino determinate condizioni, tra cui le seguenti: (i) le obbligazioni garantite sono soggette ad un livello minimo del 10% di eccesso di garanzia; e (ii) le imprese pubbliche forniscono servizi pubblici essenziali sulla base di un incarico concesso da un'autorità pubblica, le stesse sono soggette a vigilanza pubblica e dispongono dei poteri per generare introiti sufficienti.

Si è riferito come il Decreto 310 abbia già disciplinato nel nostro ordinamento la tipologia delle attività la cui cessione è ammissibile (crediti fondiari e ipotecari, crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni e titoli ABS aventi ad oggetto crediti della stessa natura). Il Decreto 310, allineandosi già in parte a quanto sopra indicato, prevede tra l'altro che nel caso di:

- **crediti ipotecari:** questi devono avere un importo rapportato al valore residuo di eventuali precedenti finanziamenti ipotecari gravanti sullo stesso immobile ("*loan to value*") non superiore all'80% e al 60% per i crediti commerciali, e devono inoltre essere decorsi i termini per la revocatoria della costituzione dell'ipoteca; e

- **crediti verso pubbliche amministrazioni** di Stati ammessi e di paesi diversi dagli Stati ammessi: si applica, rispettivamente, un coefficiente di ponderazione del rischio non superiore al 20% e pari allo zero per cento, ai sensi della disciplina prudenziale basata sul metodo standardizzato.

Oltre ad esigersi che gli attivi cedibili rispondano ai criteri qualitativi sopra esposti, la Direttiva OBG prevede quale ulteriore pilastro il meccanismo di **segregazione** del *cover pool*, consistente nell'individuazione delle attività di copertura e destinazione delle stesse al soddisfacimento dei crediti degli investitori in obbligazioni garantite, con esclusione di creditori diversi. Si noti tra l'altro che la Direttiva OBG richiede che tutte le attività di copertura siano soggette ad una segregazione giuridicamente vincolante ed opponibile da parte della banca emittente, siano protette da eventuali diritti di credito di terzi e non facciano parte della massa fallimentare della banca emittente sino al soddisfacimento del credito prioritario dei *bondholders*. Il principio è implementato nel nostro ordinamento attraverso i richiami alle norme in materia di cartolarizzazione dalla Legge 130 (art. 3, commi 2, 2-bis, 2-ter e 3, art. 4 e art. 6, comma 2). Come si è detto, infatti, lo schema delle operazioni di emissione di obbligazioni bancarie garantite in Italia si caratterizza per il trasferimento dal patrimonio delle banche cedenti alla SPV di beni di elevata qualità creditizia (il che differenzia le operazioni italiane da altri schemi applicati in diversi paesi europei, nei quali la segregazione avviene senza cessione ed in cui il *cover pool* resta di proprietà della banca emittente). Il richiamo alla disciplina speciale in materia di cartolarizzazione ha quindi lo scopo di rendere applicabile anche alle obbligazioni bancarie garantite le disposizioni in materia di separazione patrimoniale proprie della Legge 130. Ed è proprio attraverso tale applicazione che si concretizza la segregazione patrimoniale degli attivi di copertura e la garanzia ai *bondholders* di intangibilità delle obbligazioni bancarie garantite anche nell'ipotesi di inadempimento od insolvenza della banca emittente. In particolare, per quanto riguarda il principio di segregazione e la qualifica dei *bondholders* quali creditori privilegiati, la Legge 130 prevede, tra l'altro, che:

- alle cessioni dei crediti poste in essere si applicano le disposizioni dell'articolo 58 del Testo Unico Bancario, che prevede (i) nei confronti dei debitori ceduti un'**efficacia ex lege** della cessione, in deroga all'art. 1264 del codice civile, dal momento della sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, con una notevole semplificazione operativa dato che non occorre la notifica o l'accettazione della cessione da parte dei debitori ceduti, e (ii) che a decorrere da tale data tutte le garanzie e i privilegi di qualsiasi tipo si trasferiscono alla SPV senza la necessità di osservare le formalità (trascrizioni, annotazioni *ecc.*) richieste dalla legge per il loro trasferimento;
- a seguito della pubblicazione dell'avviso di cessione nella Gazzetta Ufficiale, la cessione degli attivi di copertura costituenti il *cover pool* diviene **opponibile** agli aventi causa della banca cedente, il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace

verso i terzi in data anteriore, e ai creditori della banca cedente, che non abbiano pignorato il credito prima della pubblicazione della cessione;

- **non è esercitabile dai debitori ceduti la compensazione** tra i crediti acquistati dalla SPV e i crediti di tali debitori nei confronti della banca cedente sorti posteriormente alla data di pubblicazione dell'avviso di cessione nella Gazzetta Ufficiale;
- gli attivi di copertura relativi all'operazione di emissione di obbligazioni bancarie garantite costituiscono **patrimonio separato** a tutti gli effetti da quello della SPV, non essendo ammesse azioni da parte di creditori diversi dai *bondholders*;
- **non sono ammesse azioni** da parte di soggetti diversi neppure sui conti dell'operazione aperti presso la banca depositaria o presso i *servicers* (ossia i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento), dove vengono accreditate le somme corrisposte dai debitori ceduti, nonché ogni altra somma pagata ai sensi dell'operazione;
- tali somme possono essere utilizzate **esclusivamente** per il soddisfacimento di crediti vantati dai portatori delle obbligazioni bancarie garantite e dalle controparti dei contratti derivati per la copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti, nonché per il pagamento degli altri costi dell'operazione, ed **in via prioritaria** rispetto al rimborso dei finanziamenti subordinati concessi dalla banca cedente alla SPV;
- in caso di avvio nei confronti del depositario di procedimenti di amministrazione o di procedure concorsuali, le somme accreditate su tali conti e quelle affluite in corso di procedura non sono soggette a sospensione dei pagamenti e vengono **immediatamente e integralmente restituite alla SPV**;
- ipotizzando il fallimento della banca, i termini di revocatoria fallimentare a valere sulla cessione previsti dall'articolo 67, c. 1 e 2 della Legge Fallimentare **sono ridotti** rispettivamente a sei mesi e tre mesi (anziché un anno e sei mesi);
- ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti alla SPV **non si applicano gli articoli 65 e 67 della Legge Fallimentare**, con la conseguenza che tali pagamenti, oltre ad essere sottratti alla revocatoria di cui all'articolo 67 della Legge Fallimentare sono anche isolati dal regime di inefficacia previsto dall'articolo 65 applicabile ai pagamenti dei crediti che scadono il giorno della dichiarazione di fallimento o che hanno scadenza successiva, quando tali pagamenti sono stati effettuati dal fallito nei 2 anni antecedenti la dichiarazione di fallimento; e
- ai sensi dell'articolo 7-bis, comma 4 della Legge 130, nel caso di cessioni alla SPV di crediti vantati nei confronti della Pubblica Amministrazione **non si applicano gli articoli 69 e 70 del R.D. 2440/1923**, con la conseguenza che le parti

sono esentate dalle gravose formalità altrimenti imposte dalla normativa speciale per garantire l'opponibilità della cessione rispetto a tale tipologia di crediti.⁸

2.2.1. segue: Attività ubicate fuori dall'Unione Europea

Tra le novità introdotte dalla Direttiva OBG vi é la possibilità di inserire nel *cover pool* gli attivi garantiti da beni ubicati al di fuori dell'Unione Europea. Mentre la norma è chiaramente positiva in quanto volta ad arricchire il novero degli attivi utilizzabili nel contesto dei programmi di emissione, l'inclusione implica elementi di incertezza circa la piena escutibilità del credito e della garanzia reale. Per questo motivo la direttiva demanda agli Stati membri il compito di tutelare gli investitori imponendo alle banche che tale tipologia di *assets* sia conforme a tutti i requisiti della Direttiva OBG e, in particolare, offra un livello di sicurezza comparabile a quello delle attività utilizzate come garanzia reale ubicate nell'Unione Europea in termini di escussione ed opponibilità.

In Italia il Decreto 310 prevede attualmente che i crediti ipotecari residenziali e commerciali cedibili dalle banche alla SPV siano situati in uno Stato appartenente allo Spazio Economico Europeo (SEE) o nella Confederazione Elvetica. Collegando invece gli attivi di copertura a beni costituiti in garanzia situati anche in zona extra-UE, i criteri di opponibilità e di escussione delle garanzie andranno valutati ai sensi del diritto internazionale privato anche con riferimento a giurisdizioni che non beneficiano dell'armonizzazione normativa europea. Il punto andrà inoltre valutato in rapporto all'impatto che questa disposizione avrà sull'analisi delle agenzie di *rating* eventualmente chiamate ad esprimersi sui singoli programmi di emissione.

2.2.2. segue: Obbligazioni garantite aggregate infragruppo e finanziamento congiunto

La Direttiva OBG demanda agli Stati membri la possibilità di prevedere norme per quanto riguarda l'uso di obbligazioni garantite aggregate infragruppo nell'ambito delle quali le obbligazioni garantite emesse da un ente creditizio appartenente a un gruppo (*obbligazioni garantite emesse internamente*) sono utilizzate come attività di copertura per l'emissione esterna di obbligazioni garantite da parte di un altro ente creditizio appartenente al medesimo gruppo (*obbligazioni garantite emesse esternamente*). Le obbligazioni garantite emesse internamente vengono quindi legittimate come attività di copertura ammissibili ai fini della Direttiva OBG, a condizione che siano conformi a tutti i requisiti della stessa tra cui, in particolare, che il *cover pool* per le obbligazioni garantite emesse esternamente contenga soltanto obbligazioni garantite emesse internamente da un unico ente creditizio in seno al gruppo.

⁸ Il R.D. 2440/1923 richiederebbe altrimenti ai fini dell'opponibilità delle cessioni di crediti in cui la P.A. è debitore ceduto, tra l'altro, che l'atto di cessione dei crediti sia concluso per atto pubblico o scrittura privata autenticata, che ciascun atto pubblico o scrittura privata autenticata riguardi esclusivamente la cessione di crediti vantati verso una singola P.A. e che la cessione conclusa nelle forme previste sia notificata alla P.A. debitrice ovvero accettata dalla stessa.

Infine, allo scopo di permettere anche agli enti creditizi di piccole dimensioni di emettere obbligazioni garantite, superando i limiti costituiti dai costi iniziali di *set-up* dell'operazione, la Direttiva OBG consente la realizzazione di finanziamenti congiunti da parte di due o più enti creditizi⁹. La finalità perseguita secondo il legislatore è quella di permettere l'aggregazione di più *assets* da parte di diversi enti creditizi come attività di copertura per le obbligazioni garantite emesse da un singolo ente creditizio, facilitando l'emissione di obbligazioni garantite negli Stati membri in cui attualmente non esiste un mercato ben sviluppato.

2.2.3. segue: La riserva di liquidità

Come chiarisce il Considerando 23 della Direttiva OBG, il legislatore europeo ha ravvisato la necessità di perseguire la tutela degli investitori in obbligazioni garantite anche attraverso la mitigazione del rischio di liquidità connesso a tale tipo di investimento. A livello strutturale, questo obiettivo è sembrato perseguibile attraverso l'introduzione di una riserva di liquidità a valere sul *cover pool* per attenuare i rischi derivanti ad esempio da disallineamenti di scadenze e di tassi di interesse, interruzioni dei pagamenti *ecc.* Si demanda pertanto alle autorità competenti il compito di esigere che il *cover pool* comprenda in ogni momento una riserva di liquidità costituita da attività liquide disponibili per coprire il deflusso netto di liquidità del programma di obbligazioni garantite.

Tuttavia, la Direttiva OBG¹⁰ prevede opportunamente che nel caso in cui la banca emittente sia soggetta contestualmente anche a requisiti di liquidità stabiliti in altri atti giuridici dell'Unione Europea, gli Stati membri possano decidere di disapplicare le relative disposizioni per il periodo previsto, fino al momento in cui si elimini la sovrapposizione con la riserva di liquidità del *cover pool*.

3. Informativa agli investitori e obblighi di segnalazione alle autorità competenti

La Direttiva OBG prevede specifici obblighi di informazione a carico delle banche emittenti, al fine di consentire agli investitori di valutare il profilo e i rischi del programma di emissione e di eseguire la *due diligence*. A tal fine è richiesto che siano fornite con cadenza trimestrale una serie di informazioni minime sul portafoglio che riguardano, tra l'altro, il valore del *cover pool* e delle obbligazioni garantite in essere, la distribuzione geografica e il tipo di attività di copertura, l'entità dei prestiti e il metodo di valutazione *ecc.* Si prevede inoltre che questa tutela per gli investitori avvenga mediante pubblicazione delle informazioni richieste sul sito *web* delle banche emittenti.

In modo simile, la direttiva richiede che la protezione degli investitori sia perseguita imponendo agli enti creditizi che emettono obbligazioni garantite l'obbligo di effettuare

⁹ La Direttiva OBG (art. 9) non specifica in questo contesto se i finanziamenti congiunti possano avvenire anche tra più enti creditizi non appartenenti allo stesso gruppo.

¹⁰ Articolo 16 della Direttiva OBG.

segnalazioni, a scadenze periodiche, contenenti un livello minimo di informazioni riguardanti, tra l'altro, l'ammissibilità degli attivi, i requisiti di copertura e la segregazione del *cover pool* e la riserva di liquidità applicabile.

Le banche emittenti italiane sono già soggette ad obblighi informativi ai sensi delle Disposizioni di Vigilanza, secondo cui deve essere effettuata la notifica alla Banca d'Italia dell'avvenuta esecuzione delle emissioni a valere sul programma di emissione all'inizio del trimestre di ciascun anno solare, specificando il valore nominale, la scadenza e le altre caratteristiche finanziarie dei titoli emessi. Le Disposizioni di Vigilanza andranno dunque aggiornate al fine di coniugare gli obblighi informativi e di segnalazione con le scadenze ed i contenuti stabiliti dalla Direttiva OBG.

4. Vigilanza pubblica

Il nuovo impianto normativo comunitario stabilisce una speciale vigilanza pubblica sulle obbligazioni garantite con lo scopo di armonizzare le norme applicabili e definire i compiti e le responsabilità delle autorità nazionali competenti che la esercitano. Ai fini della vigilanza pubblica si prevede quindi che gli Stati membri designino una o più autorità competenti, dandone comunicazione all'Autorità Bancaria Europea ("ABE") e indicando la ripartizione delle funzioni e dei compiti. Tali autorità dovranno controllare le emissioni di obbligazioni garantite per valutarne la conformità ai requisiti delle previsioni normative, e saranno supportate, tra l'altro, da opportuni poteri di indagine, autorizzativi e sanzionatori.

La direttiva opportunamente chiarisce che nell'Unione Europea la vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite è distinta dalla vigilanza sugli enti creditizi. Pertanto gli Stati membri potranno designare autorità nazionali competenti diverse dalle autorità che esercitano la vigilanza generale sulle banche fermo restando che, per garantire uniformità di applicazione della vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite in tutta l'Unione Europea, tali autorità dovranno operare in stretta collaborazione.

4.1. segue: L'autorizzazione preventiva

La Direttiva OBG subordina la realizzazione dei singoli programmi di obbligazioni garantite all'ottenimento di un'autorizzazione da parte delle autorità competenti designate per la vigilanza pubblica, in ciascun caso in concomitanza con l'istituzione del programma e prima dell'emissione delle obbligazioni garantite. Ciascuna autorizzazione è soggetta a specifici requisiti tra cui alcuni fissati dalla direttiva stessa, ossia: un adeguato programma delle operazioni; la previsione di politiche, processi e metodologie adeguati volti a tutelare gli investitori per quanto concerne l'approvazione, la modifica, il rinnovo e il rifinanziamento degli attivi compresi nel *cover pool*; nonché il possesso di adeguate qualifiche e conoscenze per quanto riguarda l'emissione di obbligazioni garantite e la gestione del programma.

Si noti che in base alle Disposizioni di Vigilanza ¹¹ nel nostro ordinamento attualmente una tale autorizzazione preventiva non è prevista nel caso in cui l'emissione dei *covered bonds* avvenga da parte di banche che al momento dell'emissione hanno sufficienti fondi propri (non inferiori a 250 milioni di euro) e un adeguato livello di patrimonializzazione (*total capital ratio* non inferiore al 9%). Per queste banche vige tutt'ora un'abilitazione all'emissione senza comunicazione preventiva alla Banca d'Italia. Solo con riferimento alle banche che non soddisfano i suddetti requisiti è prevista un'apposita procedura autorizzativa da parte di Banca D'Italia volta a verificare la conformità del programma ai requisiti stabiliti dalle Disposizioni di Vigilanza.

Le Disposizioni di Vigilanza prevedono inoltre dei limiti alla cessione degli attivi in rapporto a tre fasce indicanti la situazione patrimoniale delle banche, graduati in funzione del *Tier 1 Ratio* (T1) e *Common Equity Tier 1 Ratio* (CET1) a livello di gruppo¹². La *ratio* di tali limiti risiede nel fatto che il trasferimento di attivi di elevata qualità creditizia unitamente alla segregazione del *cover pool* riduce la garanzia patrimoniale a tutela dei creditori diversi dai *bondholders*. Poiché un'elevata patrimonializzazione garantisce un minor rischio di inadempimento della banca rispetto ai creditori non garantiti, si prevede quindi l'applicazione dei suddetti limiti di cessione, con esenzione per le sole banche ritenute adeguatamente patrimonializzate secondo i parametri stabiliti da Banca D'Italia.

Si può quindi constatare che l'attuale normativa italiana ha anticipato, ma soddisfatto solo in parte, i nuovi requisiti stabiliti dalla Direttiva OBG, rispetto alla quale si renderà necessario un adeguamento da parte del legislatore.

Ciononostante occorre ricordare che la normativa italiana ripone, anche per le banche abilitate all'emissione senza comunicazione preventiva, una particolare attenzione per la valutazione dei profili giuridici dell'attività di emissione di *covered bonds*, che deve essere effettuata sulla base di relazioni di esperti e tramite appositi passaggi di approvazione interna. In particolare, le Disposizioni di Vigilanza ¹³ stabiliscono, tra le altre cose, che la partecipazione alle operazioni o programmi di emissione – sia quale emittente che come cedente – deve essere preceduta dall'individuazione e valutazione degli obiettivi perseguiti e dei rischi connessi, nonché dalla definizione di adeguate procedure di controllo, da parte dell'organo con funzione di gestione. Tali valutazioni e procedure devono essere approvate dall'organo con funzione di supervisione strategica della banca e sottoposte all'organo con funzione di controllo affinché renda un parere

¹¹ Parte Terza, Cap. 3, Sezione II (*Disciplina delle obbligazioni bancarie garantite*), Art. 1 (*Requisiti delle banche emittenti e/o cedenti*).

¹² Le Disposizioni di Vigilanza prevedono in particolare le seguenti soglie:

<i>Situazione patrimoniale</i>	<i>Limiti alla cessione</i>
T1 \geq 9% e CET1 \geq 8%	Nessun limite
T1 \geq 8% e CET1 \geq 7 %	Cessione consentita fino al 60% degli attivi idonei
T1 \geq 7% e CET1 \geq 6 %	Cessione consentita fino al 25% degli attivi idonei

¹³ Parte Terza, Cap. 3, Sezione II (*Disciplina delle obbligazioni bancarie garantite*), Art. 5 (*Responsabilità e controlli*).

sulla conformità dell'operazione alle previsioni di legge, del Decreto 310 e delle Disposizioni di Vigilanza, nonché sull'impatto dell'attività sull'equilibrio economico-patrimoniale della banca. Analoghe valutazioni devono essere effettuate dagli organi della capogruppo delle banche emittenti e di quelle cedenti. Inoltre, per le deliberazioni riguardanti la cessione di attivi, la banca cedente deve richiedere a una società di revisione un'attestazione secondo cui non emergono elementi tali da ritenere che i criteri di valutazione applicati per la determinazione del prezzo di cessione degli attivi non siano conformi a quelli che la stessa banca cedente è tenuta ad osservare nella redazione del bilancio d'esercizio.

4.2. segue: I poteri di vigilanza

Gli articoli 22 e ss. della Direttiva OBG delineano quali siano i poteri delle autorità competenti ai fini della vigilanza pubblica delle obbligazioni garantite, prevedendo tra l'altro il potere di:

- concedere o rifiutare l'autorizzazione alla realizzazione del programma di emissione;
- riesaminare la conformità al diritto del programma di obbligazioni garantite;
- effettuare ispezioni;
- imporre sanzioni e altre misure amministrative conformemente alle disposizioni di diritto;
- emanare orientamenti di vigilanza.

A fronte dei poteri così conferiti è stabilita una lista indicativa di casi giustificativi l'assunzione di sanzioni da parte dell'autorità competente (tra cui, ad esempio, l'ottenimento dell'autorizzazione mediante false dichiarazioni, la realizzazione del programma di emissione in assenza di autorizzazione, la mancanza dei requisiti di composizione o l'assenza di segregazione del *cover pool*, il mancato mantenimento della riserva di liquidità *ecc.*). Tali sanzioni, che devono essere effettive e proporzionate prevedono almeno: la revoca dell'autorizzazione del programma di obbligazioni garantite; una dichiarazione pubblica indicante l'identità della persona fisica o giuridica e la natura della violazione; un ordine che impone alla persona fisica o giuridica di porre termine al comportamento in questione e di astenersi dal ripeterlo; e sanzioni amministrative pecuniarie.

5. Marchio

Tra gli obiettivi della Direttiva OBG vi è quello di facilitare la valutazione della qualità delle obbligazioni garantite da parte degli investitori, in modo da rendere tali strumenti finanziari più appetibili sia all'interno che all'esterno dell'Unione Europea. Per questa ragione, preso atto che le obbligazioni garantite sono commercializzate nell'Unione

Europea utilizzando denominazioni e marchi nazionali, solo alcuni dei quali sono ben consolidati, la Direttiva OBG stabilisce un regime per autorizzare gli enti creditizi che emettono obbligazioni garantite nell'Unione Europea a impiegare un marchio specifico (*labelling*), “*obbligazione garantita europea*”, subordinatamente alla conformità ai requisiti della Direttiva OBG, come recepita negli ordinamenti nazionali, oppure “*obbligazione garantita europea (premium)*” solo per le obbligazioni garantite che soddisfano in aggiunta i requisiti di cui all'articolo 129 della CRR.

6. Il Regolamento OBG

Come accennato, il Regolamento OBG interviene modificando l'articolo 129 della CRR riguardante i requisiti per il trattamento patrimoniale preferenziale delle obbligazioni garantite in termini di requisiti patrimoniali.

Tra le modifiche apportate meritano un richiamo le seguenti.

Innanzitutto, per semplificare l'utilizzo di esposizioni verso enti creditizi come garanzie per le obbligazioni garantite, la CRR è stata modificata consentendo che tali esposizioni siano classificate nella **classe di merito di credito 2** fino a un massimo del **10%** dell'importo nominale delle obbligazioni garantite in essere dell'ente emittente **senza che sia necessario consultare l'ABE**. In precedenza, le autorità competenti potevano derogare all'applicazione del requisito per la classificazione delle esposizioni verso enti creditizi nel *cover pool* nella classe di merito di credito 1 solo previa consultazione dell'ABE, e solo a condizione che negli Stati membri fossero documentati significativi problemi potenziali di concentrazione dovuti all'applicazione del requisito per la classe di merito di credito 1. Preso atto quindi che i requisiti per la classificazione delle esposizioni nella classe di merito di credito 1 stabiliti dalle agenzie esterne di valutazione del merito di credito (ECAI) sono diventati sempre più difficili da rispettare nella maggior parte degli Stati membri, l'applicazione di tale deroga parziale è stata ritenuta necessaria.

In secondo luogo, sono stati aggiunti dei requisiti in materia di livello minimo per **l'eccesso di garanzia** (*overcollateralisation*) e di attività di sostituzione, con l'intento di rafforzare i requisiti per la concessione di un trattamento patrimoniale preferenziale alle obbligazioni garantite, rendendo tali investimenti più sicuri. Al riguardo, occorre ricordare che ai sensi della Direttiva OBG, gli Stati membri sono tenuti ad assicurare la tutela degli investitori imponendo che i programmi di obbligazioni garantite soddisfino in ogni momento determinati requisiti di copertura. Tali requisiti di copertura si ritengono soddisfatti mediante l'applicazione di una formula di calcolo ai sensi della quale l'importo nominale aggregato di tutte le attività di copertura sia in ogni momento pari o superiore all'importo nominale aggregato delle obbligazioni garantite in essere (“**principio nominale**”). Ora, con la modifica introdotta dal Regolamento OBG, si prevede che ai fini prudenziali le obbligazioni garantite debbano rispettare un livello di garanzia superiore ai requisiti di copertura previsti dalla Direttiva OBG e, in particolare, che:

- le obbligazioni garantite siano soggette ad un livello minimo del **5%** di eccesso di garanzia;
- gli Stati membri possano fissare per le obbligazioni garantite un livello minimo di eccesso di garanzia più basso, purché il livello minimo di eccesso di garanzia non sia inferiore al **2%**, sulla base del principio nominale.

Al riguardo si può notare che la normativa italiana attualmente non prevede obblighi di *overcollateralisation* specifici. Tuttavia, in Italia, la prassi elaborata in base ai criteri stabiliti dalle agenzie di *rating* ha comportato da tempo l'applicazione a livello contrattuale di fattori aggiuntivi volti a stabilire un eccesso di garanzia pari almeno al 2 / 3%. Il mercato italiano dovrebbe quindi essere di fatto già pronto a recepire le novità proposte dal Regolamento OBG.

Infine si segnala l'abrogazione della disposizione che permetteva di utilizzare come attivo di copertura le quote *senior* emesse da *Fonds Communs de Titrisation* francesi o da equivalenti soggetti disciplinati dalla normativa di uno Stato membro che cartolarizzano esposizioni relative a immobili residenziali o non residenziali. Secondo il Regolamento OBG, questa possibilità è stata soppressa poiché tali strutture aggiungono inutili complessità ai programmi¹⁴ e il legislatore europeo ha quindi ritenuto opportuno eliminare del tutto l'inclusione nel *cover pool* di titoli garantiti da mutui ipotecari cartolarizzati su immobili residenziali o non residenziali, che sono tra l'altro attualmente ammessi dall'ordinamento italiano.

Il Regolamento OBG prevede che, data la natura a lungo termine degli strumenti finanziari in analisi, le modifiche apportate non devono generare conseguenze negative per le obbligazioni garantite emesse prima del 31 dicembre 2007 o dell'8 luglio 2022. Per questo motivo tali obbligazioni garantite continuano ad essere esentate dai requisiti della CRR per quanto riguarda, nel primo caso, le attività ammissibili, ed in entrambi i casi, l'eccesso di garanzia e le attività di sostituzione, ed ambedue continuano ad essere ammissibili al trattamento preferenziale come previsto dalla CRR fino alla scadenza.

7. Considerazioni finali

Secondo la Commissione Europea le obbligazioni garantite durante la crisi finanziaria hanno dato prova di affidabilità e stabilità in un momento in cui altri canali di finanziamento sono venuti meno.¹⁵ Su queste basi, il nuovo *framework* normativo ha l'obiettivo di eliminare le disparità delle norme vigenti nei diversi Stati membri al fine di incidere sulla forza creditizia di tali strumenti, creando un più vasto mercato per i *covered bonds* a livello europeo, attraverso l'elaborazione di principi normativi minimi,

¹⁴ Considerando (6) del Regolamento OBG.

¹⁵ Come riportato nel comunicato stampa della Commissione del 26 febbraio 2019 intitolato “*Unione dei mercati dei capitali: la Commissione plaude all'accordo sulle norme UE in materia di obbligazioni garantite*”.

imponendo quindi anche ai Paesi membri in cui tale normativa è assente di adottare le misure necessarie.

I principi elaborati dalla Direttiva OBG, i cui tratti principali sono stati sopra esposti, sembrano essere già in gran parte in linea con il quadro normativo in vigore in Italia. In particolare, i principi strutturali di doppia rivalsa, *bankruptcy remoteness* e di segregazione del *cover pool* sono già a pieno titolo integrati nella normativa esistente, mentre restano da armonizzare e implementare, in particolare, le nuove norme relative all'informativa agli investitori e di vigilanza pubblica, unitamente ai requisiti tecnici per gli attivi di copertura riguardanti, tra l'altro, la creazione di una riserva strutturale per attenuare i rischi derivanti dalla carenza di liquidità connessi a questo tipo di investimento.

Il legislatore europeo ha quindi inteso promuovere l'utilizzo delle obbligazioni garantite come fonte di finanziamento anche da parte degli enti creditizi di minori dimensioni, attraverso il riconoscimento di strutture di emissione aggregate infragruppo e di finanziamenti congiunti, possibilmente anche extra gruppo. Mentre queste specificità strutturali dovranno essere recepite dalla nostra normativa, si segnala che il nostro ordinamento, in conformità agli obiettivi della Direttiva OBG, già permette l'emissione di obbligazioni bancarie garantite anche da parte di banche di minori dimensioni - aventi fondi propri e requisiti di patrimonializzazione inferiori a quelli inizialmente previsti dalle Disposizioni di Vigilanza - subordinatamente ad un'apposita autorizzazione da parte della Banca D'Italia.

In linea con il quadro complessivo sopra esposto, le regole tecniche modificate della CRR ai sensi del Regolamento OBG hanno inteso sostanzialmente confermare l'attuale trattamento prudenziale, aggiungendo però, in particolare, livelli minimi per l'eccesso di garanzia, con lo scopo di rafforzare i requisiti per la concessione di un trattamento patrimoniale preferenziale alle obbligazioni garantite, rendendole più sicure. In ultima analisi, il legislatore europeo sembra aver rafforzato l'utilizzo di obbligazioni garantite aventi una connotazione semplice e meno strutturata, come testimoniato dall'abrogazione nel testo dell'art. 129 della CRR della disposizione che permetteva di utilizzare come attivo di copertura le quote *senior* emesse da *Fonds Communs de Titrisation* francesi o da equivalenti soggetti disciplinati dalla normativa di uno Stato membro che cartolarizzano esposizioni relative a immobili residenziali o non residenziali. Come accennato, l'intenzione del legislatore è stata quella di eliminare "inutili complessità" nei programmi di emissione che, evidentemente, li rendevano meno semplici e trasparenti.