

Giugno 2018

SBBS: la nuova proposta di regolamento della Commissione Europea

Andrea Pantaleo, DLA Piper

Il 24 maggio 2018 la Commissione Europea ha pubblicato la proposta di regolamento COM 2018/339 (la “**Proposta**”) di disciplina dei c.d. *sovereign bond-backed securities* (“**SBBS**”).

La Proposta mira ad introdurre nel contesto normativo europeo nuovi strumenti finanziari, gli SBBS, risultanti dalla cartolarizzazione, a mezzo di veicoli di investimento privati costituiti *ad hoc*, di un paniere predefinito di obbligazioni sovrane europee emesse in Euro. La Proposta rappresenta un ulteriore importante *step* nel processo di valutazione della meritevolezza e applicabilità di tale strumento, avviata con la costituzione nel 2016 di una *task force* europea che, dopo avere consultato alcuni esponenti degli operatori di mercato interessati, ha concluso in favore di tale nuova regolamentazione.

L’impulso che ha portato la Commissione ad elaborare la Proposta proviene dalla considerazione che gli investitori istituzionali (e le banche *in primis*) che si trovano direttamente esposti ai rischi correlati ai titoli governativi detenuti in portafoglio potrebbero beneficiare degli SBBS nella misura in cui il loro sottostante è rappresentato da una pluralità di titoli governativi e ciò potrebbe quindi contribuire a diversificare e frazionare il rischio di credito e di mercato.

Gli SBBS dovrebbero essere strutturati secondo lo schema dell’emissione in diverse *tranches* (i.e. *senior*, *mezzanine* e *junior*) a seconda del rischio associato e dei rendimenti previsti, di modo che le perdite derivanti dall’eventuale *default* degli strumenti sottostanti andrebbero per prime assorbite dalle emissioni subordinate (*junior* e *mezzanine*) e, solo in un secondo momento, dalle emissioni *senior*. A fronte di tale maggiore rischio, le *tranches* subordinate prevedrebbero rendimenti superiori rispetto ai titoli *senior*. A differenza degli Eurobond, le eventuali perdite generate dagli SBBS non graverebbero dunque in alcun modo sugli Stati Membri, bensì esclusivamente sugli investitori che acquistano tali prodotti.

Il nuovo strumento di investimento è stato pensato principalmente (se non esclusivamente) per gli investitori istituzionali (banche ma anche compagnie assicurative e fondi di investimento) con lo scopo di:

- (i) mitigare il rischio associato agli investimenti diretti in obbligazioni governative attraverso la diversificazione del rischio emittente;
- (ii) attenuare i possibili effetti negativi derivanti dal legame che si viene a creare con l'investimento diretto nelle obbligazioni governative, ed in particolare in quelle emesse dallo Stato Membro di appartenenza.

Unitamente alla Proposta è stato pubblicato anche l'*impact assessment*, documento nel quale vengono esaustivamente spiegate le ragioni sottese all'introduzione degli SBBS nel panorama degli strumenti di investimento così come gli attuali ostacoli regolamentari al loro pieno utilizzo. Prima di esaminare le caratteristiche degli SBBS così come previsti nella Proposta, sembra dunque opportuno richiamare lo scenario delineato nell'*impact assessment* al fine di comprendere meglio la portata innovativa della nuova regolamentazione.

1. Lo scenario attuale

L'*impact assessment* si apre con l'analisi di quelle che, a giudizio della Commissione, rappresentano le due maggiori insidie degli investimenti diretti in titoli governativi da parte dei soggetti istituzionali.

In primo luogo, la Commissione evidenzia come in situazioni di stress finanziario, il peggioramento della condizione finanziaria dello stato emittente influenzi negativamente anche il mercato dei propri strumenti di debito, inclusi naturalmente quelli detenuti dalle banche, con ciò incidendo negativamente anche sulla capacità degli istituti di credito di assorbimento delle perdite e ostacolando la loro capacità di concedere credito. In altri termini, la detenzione diretta di strumenti di debito governativi da parte delle banche amplifica gli effetti negativi derivanti da situazioni di crisi finanziaria dello stato emittente.

Tali effetti negativi sono ancor più amplificati ove si consideri che, sovente, le banche e le compagnie di assicurazione tendono a detenere (con alcune eccezioni) significative quantità di titoli di debito governativi emessi dagli Stati Membri di appartenenza. Tale fenomeno è assolutamente evidente in Italia, dove i panieri di titoli governativi delle banche sono concentrati per il 41,9% in titoli emessi dal proprio stato di appartenenza, ma anche in Slovenia (per il 61,3%), Portogallo (per il 53,3%), Irlanda (per il 50,2%) e Malta (per il 47,1%), con una media europea che si attesta comunque sul 31%. Il fenomeno assume ancora più rilevanza per le compagnie di assicurazione italiane che concentrano in titoli emessi dallo Stato Italiano il 90% degli investimenti in obbligazioni governative (si veda il *report* ANIA 2016-2017). Considerato tutto il portafoglio (azioni, quote, terreni e fabbricati), le compagnie assicurative italiane investono per il 37% del totale degli investimenti in titoli emessi dallo Stato Italiano.

In tale contesto, gli SBBS dovrebbero portare una serie di vantaggi, ed in particolare:

- (i) per l'investitore, diminuire il rischio emittente mediante diversificazione del portafoglio di obbligazioni governative detenute;
- (ii) per il sistema finanziario europeo, quello di mitigare gli effetti potenzialmente negativi derivanti dall'investimento diretto ed eccessivamente concentrato in obbligazioni governative.

Tuttavia, nel quadro normativo attuale, la detenzione degli SBBS da parte degli investitori istituzionali non equivarrebbe, ai fini del computo del capitale di vigilanza, alla detenzione diretta dei titoli governativi sottostanti. Infatti, gli SBBS verrebbero ad oggi considerati come pure cartolarizzazioni, nonostante il portafoglio sottostante sia integralmente composto da titoli governativi, e come tali verrebbero trattati ai sensi della disciplina in vigore (CRR per le banche, Solvency II per le compagnie di assicurazione). Ne consegue che allo stato la sostituzione dei titoli governativi detenuti in via diretta con gli SBBS comporterebbe maggiori oneri di patrimonializzazione, che si porrebbero come un ostacolo quasi insormontabile alla diffusione ed implementazione di tali strumenti.

Si consideri infatti che, secondo le stime della Commissione, se le banche coinvolte nell'*EBA 2015 Transparency Exercise* avessero integralmente sostituito i titoli governativi con *tranches senior* di SBBS, sarebbero incorse in ulteriori oneri di capitalizzazione per circa 70 miliardi di Euro. Oneri che verrebbero integralmente azzerati in caso di completa parificazione degli SBBS ai titoli governativi sottostanti ai fini del calcolo dei requisiti di capitale.

La Commissione ha dunque ritenuto necessario introdurre, accanto al *corpus* normativo relativo alla struttura e funzionamento degli SBBS, un *set* di norme di modifica delle discipline sui requisiti di capitale (principalmente CRR e Solvency II) tese a parificare il trattamento degli SBBS rispetto ai titoli governativi ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza.

2. I contenuti della Proposta

La Proposta è composta di quattro sezioni:

- 1) disciplina degli elementi tipici degli SBBS
- 2) le caratteristiche dei soggetti che emettono gli SBBS (gli "SPE") e gli obblighi di trasparenza a loro carico;
- 3) regime di vigilanza sugli SBBS e regime sanzionatorio a carico degli SPE;
- 4) modifiche alle diverse discipline sui requisiti patrimoniali dei soggetti istituzionali al fine di parificare il trattamento degli SBBS ai titoli governativi sottostanti.

2.1 Le caratteristiche degli SBBS

La Proposta precisa all'art. 4 che il portafoglio titoli sottostante potrà essere composto esclusivamente da: (i) obbligazioni sovrane emesse in Euro dagli Stati Membri, e (ii) il ricavato dal rimborso di tali titoli. La percentuale di composizione del portafoglio sottostante sarà proporzionale alla percentuale di contribuzione degli Stati Membri alla Banca Centrale Europea, in modo tale di mantenere una proporzione che rispecchi effettivamente il "peso" di ciascuno Stato Membro nell'Unione. Sono stati esclusi i titoli governativi non denominati in Euro al fine di escludere qualsiasi rischio correlato alle oscillazioni del mercato delle valute e rendere quindi gli SBBS (quanto meno le *tranches senior*) il più possibile a "rischio zero" o, come precisato dalla Commissione, con un rischio pari a quello dei *bund* tedeschi.

Rispetto alla composizione sopra delineata, sono previste alcune deroghe:

- gli SPE potranno deviare dalle percentuali nella misura massima del 5%;
- alcuni titoli sovrani potranno essere esclusi, per disposizione della Commissione, se (a) uno Stato Membro ha più che dimezzato le emissioni nei 12 mesi precedenti l'emissione di un SBBS; (b) uno Stato Membro ha fatto ricorso oltre determinati limiti all'assistenza finanziaria prevista dal Regolamento UE 472/2013.

Gli SBBS dovranno avere una singola scadenza e questa potrà essere superiore solo di un giorno rispetto a quella del titolo sottostante con la scadenza più lunga. I titoli sottostanti non potranno avere una durata residua inferiore ai 6 mesi rispetto alla durata residua del titolo con scadenza più lontana. Il portafoglio di titoli sottostanti dovrà rimanere invariato per tutta la durata degli SBBS.

Gli SBBS saranno composti almeno da una *tranche senior* e da una o più *tranches* subordinate. Il valore nominale di titoli *senior* sarà almeno pari al 70% del valore complessivo dell'emissione, mentre il peso percentuale dei titoli subordinati sarà determinato dall'SPE, con l'unico limite che i titoli *junior* dovranno rappresentare almeno il 2% dell'intera emissione. In caso di eventi finanziari avversi nell'Unione Europea e confermati dalla Commissione, l'SPE potrà ridurre il peso percentuale dei titoli *senior* fino al 60%.

I pagamenti derivanti dagli SBBS dipenderanno dal rimborso dei titoli sottostanti e l'ordine di distribuzione dei profitti e di assorbimento delle perdite varierà a seconda delle diverse *tranches* emesse, ordine che rimarrà invariato per tutta la durata dello strumento.

2.2 Le caratteristiche e l'operatività degli SPE

Gli SPE saranno entità private (la Commissione ha infatti escluso la natura pubblica degli SPE che pure era stata valutata in un primo momento) e devono:

- (i) essere costituiti nel territorio dell'Unione Europea;
- (ii) avere quale attività esclusiva l'emissione e la gestione degli SBBS e degli attivi sottostanti;
- (iii) essere gli unici con responsabilità dell'attività di emissione e gestione;
- (iv) avere la proprietà degli attivi sottostanti.

Gli attivi sottostanti sono costituiti quale *collateral* delle obbligazioni assunte dagli SPE verso i sottoscrittori degli SBBS.

Particolare attenzione viene prestata al regime della segregazione degli *assets*. La Proposta, oltre a prevedere che la detenzione di un SBBS non conferisce alcun diritto sugli *assets* dell'SPE che lo ha emesso al di là dei diritti sul portafoglio di attivi sottostante a quello specifico SBBS, pone a carico degli SPE l'obbligo di mantenere:

- gli attivi sottostanti agli SBBS ed i relativi proventi segregati rispetto ai propri *assets*;
- segregati tra loro gli attivi sottostanti ai diversi SBBS ed i relativi proventi;
- segregate le posizioni detenute dai singoli investitori.

Infine, la Proposta esclude la possibilità per gli investitori di avanzare richieste risarcitorie per responsabilità degli SPE basate sul decremento di valore degli SBBS.

E' fatto obbligo agli SPE di investire i proventi derivanti dal rimborso degli attivi sottostanti esclusivamente in liquidità o in strumenti altamente liquidi con valuta Euro e con basso rischio di mercato e di credito. Questi investimenti dovranno essere liquidabili al massimo entro 1 giorno.

Gli SPE dovranno notificare ad ESMA l'emissione di un SBBS con almeno una settimana di anticipo indicando che l'SBBS rispetta i requisiti imposti. L'elenco degli SBBS emessi sarà disponibile sul sito *internet* di ESMA.

Come ben specificato nell'*impact assessment*, vi sono al vaglio tre opzioni relative alla procedura di valutazione della conformità dell'SBBS ai parametri dettati dalla normativa, ed in particolare:

- 1) un meccanismo di *self-attestation* da parte dell'SPE senza ulteriori controlli;
- 2) un controllo di un soggetto terzo indipendente;
- 3) un controllo *ex-ante* da parte delle autorità di vigilanza.

Quanto agli obblighi di trasparenza, gli SPE dovranno fornire agli investitori ed alle competenti autorità le seguenti informazioni:

- la composizione del portafoglio di attivi sottostante all'SBBS;
- una descrizione dettagliata dell'ordine dei pagamenti delle diverse *tranches*;
- se privo di prospetto informativo, una panoramica delle caratteristiche principali dell'SBBS;
- l'avvenuta notifica ad ESMA circa l'emissione.

2.3 Regime di vigilanza e regime sanzionatorio

Gli Stati Membri dovranno indicare quale autorità nazionale sarà competente a vigilare l'operato degli SPE. Inoltre, è prevista una cooperazione tra autorità di vigilanza nazionali ed un regime di condivisione delle informazioni tra di esse. Un'autorità di vigilanza nazionale, quando ha percezione della violazione da parte di un SPE della normativa applicabile, dovrà senza indugio informare l'autorità competente dello Stato Membro dove l'SPE è costituito. Se le misure adottate dall'autorità competente per territorio non dovessero essere sufficienti ad impedire all'SPE di persistere nel compimento di atti vietati, o in caso di mancata adozione di misure idonee, le autorità dei singoli Stati Membri potranno prendere tutte le iniziative a protezione degli investitori, incluso il divieto di commercializzazione degli SBBS nel proprio territorio.

La Proposta prevede altresì una procedura di accertamento di infrazione da parte dell'SPE da adottarsi in caso di contrasto di opinioni tra le autorità interessate, nell'ambito del quale il giudizio finale spetta all'ESMA. Nel caso in cui l'infrazione sia considerata in buona fede, viene previsto un periodo di tre mesi affinché l'SPE possa adottare le idonee misure di rimedio.

Le sanzioni amministrative previste dalla Proposta sono le seguenti:

- annuncio pubblico del soggetto responsabile dell'infrazione;
- ordine di interrompere la condotta e desistere dal commetterla nuovamente;
- sospensione provvisoria dall'esercizio delle funzioni gestorie a carico delle persone che hanno tali poteri nell'SPE;
- nel caso in cui un SBBS non rispetti i requisiti richiesti, sospensione dell'SPE dalla notifica di nuove emissioni;
- sanzione pecuniaria pari ad Euro 5 milioni o al 10% del volume d'affari annuo netto dell'SPE;
- sanzione pecuniaria pari al massimo al doppio del beneficio derivante dall'infrazione ove il beneficio possa essere quantificato, anche eventualmente in misura superiore rispetto alla sanzione pecuniaria di cui sopra.

Le sanzioni amministrative, adeguatamente motivate e soggette ad impugnazione, sono pubblicate sul sito delle autorità di vigilanza una volta divenute definitive.

2.4 Le modifiche alla regolamentazione sui requisiti di capitale e limiti di investimento

Uno dei punti nevralgici della nuova normativa è quello della parificazione del trattamento degli SBBS all'investimento diretto in titoli governativi ai fini del raggiungimento dei requisiti patrimoniali degli investitori istituzionali. Analogamente, viene previsto un regime di favore per gli SBBS rispetto alle altre tipologie di titoli cartolarizzati rispetto ai limiti di investimento dei fondi comuni e fondi pensione.

In tale ottica verrebbero dunque apportate modifiche a:

- Art. 104 della Direttiva 2009/138/EC (Solvency II);
- Artt. 268, 325 e 390 del Regolamento 575/2013 (CRR);

ed inseriti:

- l'art. 18a nella Direttiva 2016/2341 (IORP);
- l'art. 54a nella Direttiva 2009/65/EC (UCITS).

Altro punto nevralgico della nuova normativa sarà quello di stabilire se l'intera emissione di un SBBS avrà un regime paritario rispetto ai titoli sottostanti, oppure se tali benefici verranno accordati soltanto alle *tranches senior*. Entrambe le soluzioni, secondo quanto prospettato dalla Commissione, presentano vantaggi e svantaggi, deponendo in particolare a favore della *full-neutrality* (parificazione dell'intera emissione) una prospettiva di più efficace implementazione della nuova normativa ed una maggiore appetibilità anche delle *tranches subordinate* che, ove fossero escluse dal regime paritario, verrebbero verosimilmente scartate, anche in ragione del maggior rischio ad esse associato.