



PRESIDENZA DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI  
DIPARTIMENTO POLITICHE EUROPEE  
*Servizio Informative parlamentari e Corte di Giustizia UE*

Presidenza del Consiglio dei Ministri  
DPE 0007539 P-4.22.25  
del 07/08/2018



Camera dei Deputati  
Ufficio Rapporti con l'Unione Europea

Senato della Repubblica  
Ufficio dei rapporti con le istituzioni  
dell'Unione Europea

e, p.c.

Ministero dell'Economia e delle Finanze  
Nucleo di valutazione degli atti UE

Ministero degli Affari esteri e della  
Cooperazione internazionale  
Nucleo di valutazione degli atti UE

**OGGETTO: Trasmissione, ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge 24 dicembre 2012 n. 234, della relazione concernente la Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane - COM(2018) 339.**

Si trasmette, ai sensi dell'art. 6, comma 4, della legge 24 dicembre 2012 n. 234, la relazione elaborata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, in merito al progetto di atto legislativo dell'Unione Europea di cui all'oggetto.

P. Il Coordinatore del Servizio  
dott. Gaetano De Salvo

## RELAZIONE AI SENSI DELL'ART. 6, COMMA 4, DELLA LEGGE 24 DICEMBRE 2012, N. 234

**Oggetto dell'Atto:** proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane

**Codice della proposta:** COM(2018) 339 final del 24 maggio 2018

**Codice interistituzionale:** 2018/0171 (COD)

**Amministrazione con competenza prevalente:** Ministero dell'economia e delle finanze

### **Premessa: finalità e contesto**

La proposta di Regolamento mira a promuovere lo sviluppo di un mercato di titoli garantiti da obbligazioni sovrane (*Sovereign Bond Backed Security* -SBBS) al fine di sostenere l'ulteriore integrazione dei mercati e la diversificazione all'interno del settore finanziario europeo.

La proposta prevede che gli SBBS - strumento al momento non esistente sul mercato - assumano la forma di strumenti finanziari emessi da istituzioni private dedicate, aventi come sottostante un portafoglio di titoli governativi dell'area Euro, ma senza nessuna forma di mutualizzazione dei rischi tra Stati membri. Tali strumenti, a condizione che soddisfino specifici criteri di eleggibilità, beneficerebbero di un trattamento regolamentare più favorevole rispetto a strumenti analoghi, assimilabile a quello dei titoli sovrani dell'area euro e denominati in valuta corrente.

In particolare gli SBBS risulterebbero strutturati sotto forma di cartolarizzazioni di attivi, con un portafoglio sottostante costituito da titoli governativi dell'area euro denominati in euro, nel quale i pesi dei diversi titoli nazionali sarebbero determinati sulla base della chiave di capitale della Banca Centrale Europea<sup>1</sup>. Ogni emissione di SBBS sarebbe costituita da una *tranche* senior pari al settanta per cento del valore nominale dell'emissione complessiva e da una o più *tranche* subordinate. La composizione del portafoglio sottostante e la ripartizione in *tranche* è fissa e potrà essere variata solo in circostanze eccezionali<sup>2</sup>.

L'emissione degli SBBS sarebbe effettuata da una *Special Purpose Entity* (SPE), creata appositamente allo scopo e che non potrebbe intraprendere alcuna altra attività che comporti assunzione di rischi, come ad esempio l'erogazione di credito. La SPE dovrebbe rispettare rigidi requisiti di segregazione delle attività, al fine di assicurare l'integrità delle emissioni a tutela degli investitori, assicurando che la composizione del portafoglio di titoli di Stato sottostanti rimanga fissa per tutta la durata degli SBBS.

---

<sup>1</sup> Le chiavi di capitale della Banca Centrale Europea vengono utilizzate per il calcolo delle quote di partecipazione delle autorità nazionali al capitale BCE e riflette il peso percentuale del rispettivo Stato membro nella popolazione totale e nel prodotto interno lordo della UE (determinanti che incidono in pari misura).

<sup>2</sup> L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è deputata a valutare se le condizioni di mercato siano tali da richiedere una revisione della composizione del portafoglio o della ripartizione in *tranche* e ad informare la Commissione. Sarà poi compito della Commissione decidere se adottare un apposito atto in tal senso, che dovrà essere approvato (così come la sua revoca) dagli Stati membri in sede di *European Securities Committee* (comitato che svolge un ruolo prevalentemente consultivo nei confronti della Commissione per le materie concernenti l'intermediazione mobiliare).

Al fine di garantire la massima standardizzazione del prodotto, solo gli SBBS che soddisfano i requisiti in tema di composizione del portafoglio sottostante e di ripartizione per *tranche* sopra esposti potrebbero beneficiare dello stesso trattamento regolamentare che vale per i titoli sottostanti.

Al fine del riconoscimento degli SBBS, la SPE dovrà attivare una specifica procedura di notifica all'ESMA. La SPE assumerebbe la responsabilità di dichiarare che un prodotto si qualifica come SBBS e ivi inclusa, ai sensi delle leggi nazionali, quella derivante da danni o perdite che dovessero risultare da errate o ingannevoli comunicazioni. La proposta prevede inoltre che ogni Stato membro designi una autorità competente per la supervisione degli SBBS, da realizzarsi comunque in collaborazione con l'ESMA.

La proposta della Commissione emenderebbe inoltre alcune normative settoriali, al fine di garantire agli SBBS un trattamento regolamentare equivalente a quello degli strumenti finanziari sottostanti ovvero ai titoli governativi.

## **A - Rispetto dei principi comunitari**

### **1) Rispetto del principio di attribuzione.**

La proposta di Regolamento rispetta il principio di attribuzione. Essa si basa sull'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, che disciplina la procedura legislativa da adottare per perseguire l'avvicinamento delle legislazioni nazionali e completare il mercato interno, in conformità e nei limiti di quanto previsto dall'articolo 26 del Trattato.

### **2) Rispetto del principio di sussidiarietà.**

Il progetto legislativo è conforme al principio di sussidiarietà, in quanto le finalità sottese possono essere più efficacemente perseguite tramite l'intervento dell'Unione europea, anche con riferimento alla necessità di prevedere uniformità di principi e comparabilità tra le legislazioni degli Stati membri. In tale contesto lo strumento giuridico del Regolamento appare essere quello più idoneo.

### **3) Rispetto del principio di proporzionalità.**

La proposta rispetta il principio di proporzionalità, in virtù del quale un intervento dell'Unione non deve andare oltre quanto strettamente necessario per il raggiungimento dei suoi obiettivi. Le diverse disposizioni previste nella proposta di Regolamento sono tra loro complementari e forniscono il giusto equilibrio tra i diversi obiettivi, consistenti nel contribuire alla creazione di un mercato unico dei capitali nell'Unione europea ed ampliare il numero di cittadini dell'Unione che beneficiano di uno strumento finanziario garantito da obbligazioni sovrane volto ad integrare gli strumenti statali, assicurando nel contempo la maggiore tutela possibile al capitale investito.

## **B - Valutazione del progetto**

La finalità della proposta di contribuire al perseguimento della costruzione di un Mercato unico dei capitali appare condivisibile ma occorre valutare nel dettaglio le singole modifiche proposte per verificare il loro effettivo contributo. Forti perplessità sono state sollevate nel consesso che riunisce i diversi gestori europei del debito<sup>3</sup> per quanto riguarda i potenziali effetti negativi che la proposta della Commissione potrebbe generare sia in termini di finanziamento del debito pubblico sia in termini di stabilità finanziaria. In particolare, è stato evidenziato il concreto rischio che si crei una frammentazione del mercato del debito pubblico tra strumenti sottostanti, o potenzialmente tali, agli SBBS e strumenti esclusi, con possibili ricadute sia in termini di accesso al mercato sia in termini di costo di finanziamento degli Stati membri.

Inoltre, sono stati sollevati anche dai soggetti privati potenzialmente interessati ulteriori dubbi in termini di fattibilità, tra i quali: i) la presenza di una effettiva domanda per gli SBBS; ii) il rating effettivamente ottenibile; iii) i problemi tecnici legati all'emissione; iv) lo status dell'emittente.

Le perplessità ed i dubbi espressi alla Commissione dalla maggior parte degli Stati membri durante il processo di preparazione della proposta legislativa non sembrano peraltro essere stati fugati nella versione finale della proposta di Regolamento.

## **C – Valutazione d'impatto**

### **1) Impatto finanziario.**

La proposta di Regolamento prefigura effetti limitati di natura finanziaria sul bilancio dello Stato, dato che il meccanismo di conformità si baserebbe sull'autocertificazione da parte degli emittenti di SBBS e le autorità di vigilanza verificherebbero la conformità ex post nell'ambito della loro consueta attività. Nella valutazione di impatto della Commissione è affermato che l'Autorità europea di vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) potrebbe subire, per effetto delle ulteriori funzioni svolte, un incremento nei propri costi di funzionamento. Gli emittenti di SBBS potrebbero vedere incrementati i propri oneri a fronte dell'attività di autocertificazione che dovrebbero tuttavia risultare piuttosto contenuti data la semplicità del prodotto finanziario.

### **2) Effetti sull'ordinamento nazionale.**

La proposta di Regolamento, al fine di garantire agli SBBS un trattamento regolamentare equivalente a quello degli strumenti finanziari sottostanti ovvero ai titoli governativi, prevede modifiche alle normative europee vigenti nei settori di riferimento<sup>4</sup>. La proposta, per come attualmente configurata, non comporterebbe interventi su norme nazionali esistenti in quanto connotata dall'introduzione di nuove e

<sup>3</sup> *EU Sovereign Debt Markets (ESDM)*, sottocomitato dell'*Economic and Financial Committee (EFC)*.

<sup>4</sup> In particolare, la direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (in materia di OICVM), il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (CRR), la direttiva 2009/138/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (Solvency II) e la direttiva (UE) 2016/2341 (IOPR II) nonché le relative norme di recepimento a livello nazionale dovrebbero essere modificate dalla proposta normativa relativa ad SBBS.

specifiche disposizioni che integrerebbero, senza modificarla, la legislazione dell'Unione ad oggi vigente e le norme nazionali che da essa derivano.

**3) Effetti sull'organizzazione della pubblica amministrazione.**

Non si ravvisano né potenziali costi di adeguamento né effetti in termini di semplificazione o incremento dell'attività burocratica.

**4) Effetti sull'attività dei cittadini e delle imprese.**

La proposta normativa non è destinata ad avere effetti diretti su investitori non professionali, famiglie, PMI o microimprese, data l'improbabilità che questi operino sui mercati degli SBBS. I suddetti settori potrebbero d'altra parte beneficiare indirettamente degli effetti di tale proposta normativa qualora i benefici macroeconomici e di stabilità finanziaria attesi siano realizzati.

**5) Coinvolgimento di altre amministrazioni.**

Il Ministero dell'economia e delle finanze è l'amministrazione competente per materia. Poiché gli SBBS potranno essere predisposti e distribuiti da emittenti di strumenti finanziari, le Autorità di vigilanza nazionali su tali soggetti saranno consultate per i profili tecnici di rispettiva competenza.



*Ministero  
dell'Economia e delle Finanze*

UFFICIO DEL COORDINAMENTO LEGISLATIVO

Ufficio legislativo - Economia

*162-1224-VARECE/9976*

Roma, **- 3 AGO 2018**

*ALLA PRESIDENZA DEL CONSIGLIO DEI  
MINISTRI*

*- Dipartimento per le politiche europee  
Servizio informative parlamentari e Corte di Giustizia UE*

*e, p.c.*

*AL DIPARTIMENTO DEL TESORO*

*AL DIPARTIMENTO DELLA RAGIONERIA  
GENERALE DELLO STATO*

*LORO SEDI*

Oggetto: COM (2018) 339 – Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane. Richiesta di relazione.

Con riferimento alla nota di codesto Dipartimento prot. n. 8648 dell'11 luglio u.s. concernente la richiesta in oggetto, si trasmette la relazione predisposta dal competente Dipartimento del Tesoro.

IL CAPO DELL'UFFICIO