

Associazione Bancaria Italiana

Le Nuove Disposizioni di Vigilanza per i Covered Bond Italiani

Intervento di Giovanni Carosio
Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Roma, 7 giugno 2007

Le obbligazioni bancarie garantite

Con l'emanazione, in aprile, del decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze e, in maggio, delle Istruzioni di vigilanza, si è completato il quadro normativo che consente anche in Italia la creazione di un mercato delle obbligazioni bancarie garantite.

La previsione, nella Direttiva europea sui requisiti patrimoniali in vigore da quest'anno, di un trattamento di favore per i *covered bonds* acquistati da intermediari vigilati ha creato un motivo di convenienza in più per le banche italiane alla disponibilità di uno strumento che replichi le caratteristiche delle Pfandbriefe tedesche. Ma l'utilità del nuovo strumento ha un più generale fondamento nella possibilità di differenziare le passività delle banche venendo incontro, in particolare, alle esigenze di investitori con forte avversione al rischio.

A fronte della possibilità di rivalersi, in caso di fallimento della banca emittente, su attività di elevata qualità appositamente segregate (crediti ipotecari residenziali o commerciali, prestiti alle amministrazioni pubbliche o titoli del debito pubblico, ovvero titoli emessi all'atto della cartolarizzazione di queste stesse attività), i portatori di obbligazioni garantite sono disposti a chiedere un rendimento meno elevato rispetto a quello di obbligazioni analoghe ma non garantite. Alle emissioni di *covered bonds*, d'altronde, le agenzie di rating specializzate nella valutazione del merito di credito assegnano generalmente rating migliori di quelli attribuiti alle banche emittenti.

Ma, poiché la probabilità di insolvenza della banca emittente non muta per effetto della segregazione, al minor rischio degli obbligazionisti garantiti deve corrispondere un maggior rischio degli altri creditori. Ne deriva che la creazione di una categoria di creditori privilegiati attraverso la segregazione di una parte dell'attivo porta a una riduzione del costo complessivo della raccolta della banca nella misura in cui il minor rendimento richiesto sulle obbligazioni garantite non sia interamente compensato dal più alto rendimento richiesto dai creditori ordinari per fronteggiare il maggior rischio del loro investimento.

Si tratta di questione empirica, connessa col diverso grado di avversione al rischio di differenti categorie di investitori, della quale il regolatore non avrebbe motivo di preoccuparsi se non per il dubbio che i creditori ordinari, e in particolare i depositanti, non abbiano una

percezione chiara dell'aggravio di rischio a loro carico per effetto della segregazione. Mentre infatti il sottoscrittore di obbligazioni subordinate è esplicitamente informato del minor grado di protezione che a lui offre il patrimonio della banca, rispetto al creditore ordinario, per effetto della clausola di subordinazione, è improbabile che il depositante percepisca che ogni segregazione di attivi a favore di obbligazioni garantite lo costituisca di fatto in creditore subordinato, sottraendogli cespiti su cui rivalersi in caso di fallimento.

Alcuni numeri possono dare un'idea dei possibili effetti sul costo della raccolta.

Alla fine di febbraio la consistenza dei fondi raccolti dalle banche italiane (unità operanti sul territorio nazionale) era pari a circa 1.800 miliardi; il 44 per cento era rappresentato da depositi, mentre la raccolta obbligazionaria e la provvista sull'estero (quest'ultima principalmente interbancaria) pesavano, ciascuna, per il 28 per cento. Il costo medio sostenuto dalle banche a fronte di questa composizione della raccolta era pari al 2,8 per cento.

Se, fermi restando i costi medi delle diverse componenti della raccolta, si ipotizzasse che:

- a) le banche emettano l'ammontare massimo di obbligazioni garantite compatibile con le nuove disposizioni di vigilanza in materia (stimabile al momento in circa 180 miliardi per le unità operanti in Italia);
- b) i *covered bonds* emessi vadano a sostituire un analogo ammontare di obbligazioni non garantite (anziché aggiungersi a esse);
- c) le obbligazioni garantite vengano emesse a un costo inferiore di un punto percentuale a quello medio delle obbligazioni ordinarie;

allora il costo medio della raccolta diminuirebbe di 10 punti base, al 2,7 per cento, se i creditori ordinari non chiedessero un aumento dei rendimenti; ovvero rimarrebbe invariato, al 2,8 per cento, se i depositanti chiedessero un rendimento superiore di 22 punti base a quello precedente, oppure gli obbligazionisti non garantiti ne chiedessero uno superiore di 55 punti, ovvero i creditori esteri sul mercato interbancario chiedessero 35 punti base in più.

Alla luce delle precedenti considerazioni l'obiettivo della regolamentazione sulle obbligazioni garantite si può definire come quello di dare al nuovo strumento una base giuridica che ne assicuri la bassa rischiosità anche in ipotesi di default della banca emittente e allo stesso tempo fornisca ai creditori ordinari, *in primis* i depositanti, una protezione dal

rischio di perdite non inferiore a quella che essi si attendono sulla base degli standard ordinari della normativa prudenziale di vigilanza.

Vedremo come la nuova regolamentazione risponde a questa duplice esigenza; toccheremo poi la questione dei possibili benefici per i prenditori di mutui ipotecari.

La protezione degli investitori in obbligazioni garantite

Il pregio essenziale delle obbligazioni garantite è che il loro valore è sostanzialmente indipendente dalle sorti della banca emittente; ciò consente, tra l'altro, a banche con un rating basso di non essere escluse dal segmento di mercato dei titoli a bassissimo rischio e con rating elevato.

Il risultato è ottenuto con una combinazione di forza bruta derivante dall'ammontare di attività finanziarie poste a garanzia (*overcollateralization*) e di finezza giuridica volta a minimizzare il rischio che gli attivi costituiti in garanzia siano attratti in una eventuale procedura di liquidazione dell'emittente o siano comunque aggredibili da altri creditori. La qualità del quadro giuridico di riferimento può quindi contribuire grandemente all'efficienza del mercato.

Valutata alla luce dei criteri usati dalle agenzie per l'assegnazione dei rating ai *covered bonds* la normativa italiana sembra avere ottime probabilità di essere un successo. Le aree di valutazione (seguendo l'agenzia Fitch, ma le altre hanno procedure simili) si possono così definire¹:

1. l'effettivo grado di segregazione degli attivi sui quali i portatori di *covered bonds* possono rivalersi in caso di default della banca emittente;
2. la regolare continuità della gestione degli attivi segregati e delle obbligazioni emesse, sempre in caso di default della banca emittente;
3. il grado di equilibrio tra il profilo di ammortamento degli attivi segregati e quello delle obbligazioni emesse, valutato anche in chiave prospettica con riferimento alle scadenze dei flussi di cassa;
4. la presenza di una sorveglianza pubblica sul mercato dei *covered bonds*, in quanto in grado di prevenire eventuali crisi delle banche emittenti.

¹ FitchRatings, "Covered Bonds Rating Criteria – Stop or Continue?", 13 luglio 2006.

Con riferimento alla segregazione degli attivi (il primo profilo di valutazione), lo schema scelto dalla legislazione italiana, che ricalca quello seguito per le operazioni di cartolarizzazione e prevede la concreta cessione degli attivi a una società veicolo che presta la garanzia, appare particolarmente chiaro e legalmente robusto e ha il grande vantaggio di essere già conosciuto dagli investitori internazionali.

Il regolamento del Ministero dell'Economia e delle finanze prevede, inoltre, che la garanzia prestata dalla società cessionaria nei confronti dei portatori di *covered bonds* sia irrevocabile, "a prima richiesta", incondizionata e autonoma rispetto alle obbligazioni assunte dalla banca emittente².

Sul fronte della regolare continuità della gestione degli attivi segregati e del pagamento dei flussi di cassa delle obbligazioni emesse in caso di default della banca emittente (il secondo profilo di valutazione), le specifiche previsioni contenute nel regolamento ministeriale appaiono, anche in questo caso, assecondare le aspettative degli investitori.

In caso di inadempimento della banca emittente, infatti, il regolamento stabilisce che la società cessionaria provveda all'adempimento nei termini e alle condizioni originariamente convenuti. Se l'emittente dovesse essere posto in liquidazione coatta amministrativa, inoltre, la società cessionaria eserciterebbe in via esclusiva i diritti dei portatori di obbligazioni garantite nei confronti della banca in liquidazione³.

Anche sul fronte dell'equilibrio tra i profili di ammortamento degli attivi segregati e delle obbligazioni emesse (il terzo dei profili di valutazione) la disciplina appare volta a tutelare le esigenze del mercato.

Da un lato, il regolamento prevede che il valore attuale netto degli attivi segregati sia almeno pari al valore attuale netto dei *covered bonds* in essere e che gli interessi e gli altri proventi generati dalle attività facenti parte del *cover pool* siano sufficienti a coprire gli interessi e i costi dovuti dalla banca emittente sulle obbligazioni garantite⁴.

Dall'altro, la disciplina di vigilanza, al fine di garantire che la società cessionaria possa adempiere agli obblighi discendenti dalla garanzia prestata, impone alle banche emittenti

² Articolo 4, comma 1, del decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze n. 310 del 14 dicembre 2006 ("Regolamento di attuazione dell'articolo 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di obbligazioni bancarie garantite").

³ Articolo 4, commi 2 e 3, del regolamento. È previsto, inoltre, che in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca emittente le somme eventualmente rivenienti dall'esercizio da parte della società cessionaria dei diritti degli obbligazionisti garantiti entrino a far parte del *pool* di attivi segregati presso la stessa società.

⁴ Articolo 3, commi 2 e 3, del regolamento.

l'utilizzo di opportune tecniche di *asset and liability management*; attraverso di esse, le banche devono assicurare un tendenziale equilibrio tra le scadenze dei flussi finanziari generati dagli attivi ceduti e quelle dei pagamenti dovuti in relazione alle obbligazioni garantite emesse.

In relazione, poi, alla presenza di una sorveglianza pubblica sul mercato dei *covered bonds* (il quarto dei profili di valutazione), Fitch spiega che il coinvolgimento delle autorità di regolamentazione nella definizione di linee guida specifiche per l'emissione di obbligazioni garantite e nel controllo dei relativi fattori di rischio appare, di per sé, un positivo elemento di valutazione⁵.

In un articolo pubblicato di recente, anche l'agenzia Standard & Poor's ha reso noti, con specifico riferimento ai *covered bonds* italiani, i criteri sulla base dei quali assegnerà il rating alle emissioni di obbligazioni bancarie garantite⁶.

Al fine di assegnare un giudizio migliore di quello attribuito alla banca emittente, l'agenzia sottolinea l'importanza, tra l'altro, di una positiva valutazione sul livello di *overcollateralization*.

Sebbene la regolamentazione non preveda per lo stesso un livello minimo obbligatorio ma preferisca lasciare le decisioni in materia alle clausole contenute nel regolamento di emissione, alcune disposizioni lasciano chiaramente intuire l'attenzione riservata a questo fattore⁷. Le istruzioni di vigilanza sulle obbligazioni bancarie garantite, infatti, prevedono che, nel caso in cui il regolamento di emissione preveda una *overcollateralization* minima, l'eventuale integrazione degli attivi ceduti alla società veicolo al fine di ripristinare il livello minimo di *overcollateralization* possa avvenire liberamente⁸.

⁵ “[...] *the credit given to the oversight focuses on the involvement of regulators in the definition of covered bond-specific guidelines and in the monitoring of their risk factors*”. Cfr. FitchRatings, “*Covered Bonds Rating Criteria – Stop or Continue?*”, 13 luglio 2006, pag. 3.

⁶ Standard & Poor's, “*New Italian Covered Bond Law Allows For Ratings Higher Than Issuing Bank*”, 30 maggio 2007.

⁷ Per i *covered bonds* dotati di rating Fitch in essere a luglio dello scorso anno, il grado medio di *overcollateralization* era pari al 22 per cento (cioè il rapporto tra il valore del *cover pool* e quello dei *covered bonds* emessi era pari al 122 per cento); l'*overcollateralization*, in particolare, era pari al 39 per cento per i *mortgage covered bonds* e al 14 per cento per i *public sector covered bonds*.

⁸ Nel caso in cui non sia prevista contrattualmente una *overcollateralization* minima, infatti, l'integrazione delle attività cedute può avvenire solo quando il rapporto tra *cover pool* e *covered bonds* scende al di sotto dell'unità, ovvero al fine di rispettare il limite del 15 per cento per gli “attivi idonei integrativi” presenti nel *cover pool* (cfr. articolo 2, comma 4, del regolamento del Ministero dell'Economia e delle finanze).

La disciplina di vigilanza e la tutela dei depositanti

Le Istruzioni di vigilanza emanate un mese fa dalla Banca d'Italia perseguono essenzialmente due obiettivi: il primo è ridurre i rischi per le banche connessi con l'ingresso nel mercato delle obbligazioni garantite, e in particolare i rischi legali e di reputazione, con ciò contribuendo al rafforzamento del mercato stesso; il secondo obiettivo è evitare che la segregazione degli attivi migliori a vantaggio di una categoria di obbligazionisti ponga gli altri creditori, e in particolare i depositanti, in una posizione peggiore, in caso di default, di quella che avrebbero in una banca senza segregazione e con patrimonio adeguato allo standard regolamentare.

Al primo obiettivo sono rivolti i requisiti di un patrimonio non inferiore a 500 milioni di euro e di un coefficiente di patrimonializzazione non inferiore al 9 per cento - che di fatto, nella fase di avvio del mercato, ne limitano l'accesso a intermediari solidi e di media-grande dimensione - e, soprattutto, requisiti di carattere organizzativo.

Quanto a questi ultimi, le istruzioni prevedono che le decisioni connesse con la partecipazione a singole operazioni o a programmi di emissione siano precedute dall'individuazione e dalla valutazione dei relativi rischi, anche legali e reputazionali, nonché dalla definizione di adeguate procedure di controllo da parte del management della banca.

Il management, inoltre, deve assicurare che le strutture preposte al controllo sulla gestione dei rischi della banca emittente verifichino a intervalli regolari e per ogni emissione: la qualità e l'integrità degli attivi ceduti; l'adeguatezza della copertura dei rischi offerta dai contratti derivati eventualmente stipulati in connessione con l'operazione; il rispetto dei limiti previsti dal regolamento ministeriale e dalle disposizioni di vigilanza.

Questi controlli sulla regolarità dell'operazione e sull'integrità della garanzia a favore dei portatori di obbligazioni bancarie garantite si aggiungono a quelli che, secondo la legge, devono essere effettuati da un asset monitor esterno, incaricato dalla banca emittente e indipendente da essa come dagli altri eventuali soggetti partecipanti all'operazione⁹.

Al secondo obiettivo mirano i limiti all'ammontare di attività segregabili a fronte dell'emissione di *covered bonds*. Le banche con coefficienti di patrimonializzazione compresi tra il 9 e il 10 per cento potranno segregare non più di un quarto degli attivi potenzialmente utilizzabili a garanzia, mentre per quelle con coefficiente fra il 10 e l'11 la quota di attivi

⁹ La legge (articolo 7-bis, comma 6, della legge 30 aprile 1999, n. 130) prevede che l'*asset monitor* debba essere una società di revisione iscritta nell'albo speciale tenuto dalla Consob ai sensi dell'articolo 161 del Testo unico della finanza.

segregabili sale al 60 per cento. Nessun limite si applica alle banche con coefficiente di patrimonializzazione superiore all'11 per cento.

Sono state condotte simulazioni per stimare il grado di protezione che questa regola fornisce ai depositanti e agli altri creditori non garantiti. Supponendo che, in caso di default della banca, gli attivi segregati siano sottratti ai depositanti, questi ultimi potrebbero contare, per effetto dell'*overcollateralization*, su un attivo diminuito in misura più che proporzionale alle obbligazioni garantite e dunque sarebbero in una posizione equivalente a quella in cui il grado di patrimonializzazione della loro banca si fosse ridotto. Questa riduzione, con i limiti alla segregazione di attivi previsti nella regolamentazione e facendo ipotesi realistiche sulla rischiosità relativa degli attivi segregati e degli altri, non dovrebbe in alcun caso portare ai livelli inferiori all'8 per cento.

Questa impostazione è stata considerata preferibile, per motivi di trasparenza, a quella adottata dalla FSA britannica, che prevede che le emissioni di *covered bonds* siano notificate quando superano una certa percentuale dell'attivo e che l'autorità, al fine di proteggere i depositanti non garantiti dagli effetti negativi della subordinazione rispetto ai *bondholders*, possa adottare misure prudenziali, inclusa l'applicazione di un requisito patrimoniale superiore al minimo.

Secondo la situazione patrimoniale in essere alla fine dello scorso anno, l'ultima per la quale si dispone delle informazioni di vigilanza consolidate, possedevano i requisiti per emettere obbligazioni garantite 30 gruppi bancari, tra cui figurano tutti i principali intermediari nazionali. Sulla base della loro collocazione nell'ambito della griglia di limiti prudenziali, le attività segregabili a fronte dell'emissione di obbligazioni garantite (riferite alle sole unità operanti in Italia) erano stimabili in almeno 180 miliardi, un ammontare pari al 41 per cento del totale degli attivi potenzialmente cedibili.

L'ammontare di potenziali emissioni appare ampio rispetto alle dimensioni del mercato europeo. Fitch riporta che nel 2005 in Europa sono stati emessi *covered bonds* per un ammontare complessivo di circa 130 miliardi¹⁰. Standard & Poor's valuta che nello scorso anno il volume delle emissioni europee potrebbe essersi collocato in un range compreso tra 170 e 180 miliardi, e ritiene probabile una ulteriore crescita del mercato tra il 10 e il 20 per cento nell'anno in corso¹¹.

¹⁰ FitchRatings, "Comparative Study of European Covered Bonds", 13 luglio 2006.

¹¹ Standard & Poor's, "European Covered Bond Outlook 2007 – Does One Size Still Fit All?", 11 gennaio 2007. Standard & Poor's ritiene anche che il mercato dei *covered bonds*, ampiamente sviluppato in Europa, possa

All'assorbimento delle emissioni di obbligazioni garantite contribuiranno gli incentivi alla loro acquisizione che derivano, per gli intermediari vigilati, dal vantaggio di un minor assorbimento di capitale ai fini dell'adeguatezza patrimoniale, vantaggio che aumenta significativamente passando dal metodo di calcolo standardizzato a quelli più avanzati.

Rispetto al requisito patrimoniale per le obbligazioni bancarie ordinarie quello per le obbligazioni garantite si dimezza nel metodo standard, si riduce a circa un quarto nel metodo dei rating interni di base.

Obbligazioni garantite e mutui ipotecari

L'ampiezza potenziale del mercato italiano delle obbligazioni garantite, l'intensità della crescita della domanda da parte degli investitori internazionali e la preponderanza, fra gli attivi utilizzabili a garanzia, dei mutui ipotecari residenziali fanno pensare che la nuova regolamentazione possa avere un effetto espansivo sull'offerta di questi ultimi, attenuando la tendenza al rialzo dei tassi d'interesse.

A marzo scorso il tasso d'interesse sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (per il complesso dei mutui a tasso fisso e a tasso variabile) è risultato pari in Italia al 5,2 per cento, a fronte del 4,7 per cento registrato in media nell'area dell'euro.

E' in corso un rapido spostamento nella composizione dei nuovi mutui da quelli a tasso variabile a quelli a tasso fisso. Il differenziale fra il costo di questi ultimi e quello dei primi è stato nel 2006 di 80 punti base, a fronte dei 30 registrati, in media, nell'area dell'euro.

Se si tiene conto del fatto che i mutui prossimi alla scadenza al momento nel portafoglio delle banche non saranno di fatto utilizzati a garanzia dei *covered bonds* da emettere e che ci sarà presumibilmente un certo grado di *overcollateralization*, il valore delle potenziali emissioni potrebbe superare quello dei mutui utilizzabili a garanzia. La domanda di mutui ipotecari è in rallentamento, in Italia come altrove, mentre il mercato europeo delle obbligazioni garantite continua a crescere a ritmi sostenuti. Nel 2006 in Italia il tasso di crescita dello stock di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è passato dal 18,0 al 12,3 per cento; come si ricordava in precedenza, le previsioni sui flussi di emissioni per il

presto svilupparsi anche negli Stati Uniti: per il 2007 l'agenzia prevede emissioni a fronte di attivi bancari statunitensi per un ammontare compreso tra 15 e 20 miliardi di euro (cfr. Standard & Poor's, "Where To Next For The Nascent U.S. Covered Bond Market?", 7 marzo 2007).

mercato europeo delle obbligazioni garantite sono per una ulteriore crescita nell'anno in corso.

Sembrano quindi esistere le condizioni perché un'offerta di mutui ipotecari in espansione, trainata dalla richiesta di *covered bonds*, e una domanda di mutui in rallentamento contribuiscano ad eliminare l'anomalo differenziale fra i tassi italiani e quelli degli altri paesi dell'area dell'euro.

* * *

L'avvio anche in Italia di un mercato dei *covered bonds* è destinato ad ampliare la gamma degli strumenti disponibili alle banche per rendere più efficienti le politiche di *funding*. Il quadro regolamentare, definito da ultimo con l'emanazione delle disposizioni di vigilanza, è stato concepito non solo con l'obiettivo di garantire la sana e prudente gestione delle banche emittenti, ma anche per assicurare quanto più possibile uno sviluppo equilibrato del mercato, coerente con le aspettative e le esigenze degli investitori.

Gli intermediari sono ora chiamati a trarre dall'utilizzo di questo nuovo strumento di raccolta vantaggi significativi, che accrescano la loro competitività sul mercato domestico così come su quello internazionale. E' lecito attendersi che di una parte consistente di questi vantaggi potrà beneficiare la clientela bancaria.