

Il mercato dei *covered bond*¹

I covered bond rappresentano per gli investitori un'alternativa rispetto ai titoli di Stato dei paesi sviluppati. La valutazione di questi strumenti risulta nondimeno complessa. Vi sono indicazioni di differenze di prezzo a seconda della nazionalità dell'emittente, che tuttavia sembrano solo debolmente correlate con le divergenze tra i rispettivi quadri normativi. Episodi recenti mostrano che i prezzi dei covered bond sono resistenti a shock idiosincratici del rischio di credito dell'emittente, nonché a shock più sistemici relativi al valore dei portafogli di attività costituite in garanzia.

Classificazione JEL: G11, G12, G15

Nell'ultimo decennio i *covered bond* od obbligazioni garantite (titoli emessi da istituzioni finanziarie e assistiti da apposite garanzie) si sono affermati come una delle maggiori categorie di attività nel mercato obbligazionario europeo e un'importante fonte di finanziamento per il credito ipotecario. I portafogli di attivi costituiti a garanzia delle emissioni (*cover pool*) sono solitamente strutturati in modo da ottenere il massimo rating tripla A. Pertanto, i *covered bond* offrono un'alternativa rispetto ai titoli di Stato dei paesi sviluppati per gli investitori obbligazionari interessati esclusivamente ai titoli con giudizio più elevato.

Sulla base delle statistiche BRI sui titoli di debito internazionali e di altre fonti, questo studio analizza la recente evoluzione del mercato dei *covered bond*. Nell'esaminare le principali questioni relative alla valutazione del rischio connesso a tali strumenti, esso documenta inoltre la presenza di significative divergenze di vedute tra le maggiori agenzie di rating. L'analisi delle determinanti dei prezzi dei *covered bond* indica che la nazionalità dell'emittente è sì rilevante, ma produce differenze di prezzo generalmente modeste. Al contempo, lo studio di evento realizzato su alcuni episodi specifici evidenzia che la valutazione dei *covered bond* negli ultimi anni è stata piuttosto resistente agli shock concernenti sia il merito di credito dell'emittente sia il valore delle garanzie sottostanti.

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo articolo non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

Cosa sono i *covered bond*?

La caratteristica distintiva dei *covered bond* è rappresentata dalla duplice natura della protezione offerta agli investitori. Questi strumenti sono emessi da istituzioni finanziarie, soprattutto banche, cui spetta il loro rimborso. Essi sono poi assistiti da uno speciale portafoglio di garanzie – principalmente ipoteche di alta qualità o prestiti al settore pubblico – rispetto al quale gli investitori godono di un diritto di soddisfacimento prioritario (cfr. infra). Nell'Unione europea la definizione di obbligazione garantita è ulteriormente precisata nella Direttiva relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio, che delimita la gamma di garanzie stanziabili al debito di enti pubblici (con alto merito di credito), ipoteche residenziali, commerciali e marittime con un rapporto massimo prestito-valore della garanzia pari all'80% (settore residenziale) o al 60% (settore commerciale) e titoli di debito bancari o assistiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS). Sebbene la Direttiva riconosca come obbligazioni garantite solo i titoli emessi nel quadro della legislazione apposita, gli operatori di mercato adottano di norma una definizione più generale, che comprende anche gli strumenti emessi in base ad accordi contrattuali privati utilizzando elementi di finanza strutturata. Diverse sono state le emissioni di "*covered bond* strutturati" di questo tipo (cfr. riquadro), specie nei paesi privi di una legislazione in materia (ad esempio il Regno Unito, i Paesi Bassi e gli Stati Uniti).

La duplice natura della protezione ...

La duplice natura della protezione fornita dai *covered bond* li distingue sia dal debito di primo grado (senior) non garantito, sia dai titoli assistiti da attività (*asset-backed securities*, ABS). Il fatto che siano garantiti da un portafoglio di attivi, oltre che dal merito di credito dell'emittente, si traduce in un rating più

... distingue i *covered bond* da altri strumenti

Covered bond strutturati

Negli ultimi anni gli istituti di credito ipotecario hanno fatto crescente ricorso a espedienti della finanza strutturata per replicare caratteristiche delle tradizionali obbligazioni garantite. In diversi casi tale scelta è stata motivata dalla volontà di emettere strumenti di questo tipo nei paesi privi di una normativa specifica in materia, come il Regno Unito (dove all'inizio di quest'anno sono state introdotte leggi apposite, che tuttavia non erano ancora attuate al momento della redazione), i Paesi Bassi e gli Stati Uniti. In altri casi, invece, nei paesi dove esisteva una regolamentazione al riguardo, sono state effettuate emissioni al di fuori del quadro giuridico al fine di disporre di maggiore flessibilità, ad esempio nella composizione del *cover pool*.

Analogamente alle obbligazioni garantite convenzionali, gli strumenti strutturati offrono agli investitori la possibilità di rivalsa sull'emittente del titolo nonché su uno specifico portafoglio di garanzie. Tuttavia, tale risultato è conseguito mediante accordi contrattuali con il coinvolgimento di una società veicolo, anziché in virtù della legislazione vigente. Le agenzie di rating, in particolare, svolgono un ruolo importante nel monitoraggio del rispetto dei requisiti contrattuali.

Vi sono due modelli di *covered bond* strutturati. In base al primo, utilizzato dalle banche del Regno Unito e dei Paesi Bassi, le attività sono detenute da una società veicolo che garantisce l'obbligazione emessa dalla banca cedente. Il secondo modello, lievemente diverso, è stato adottato dalle banche negli Stati Uniti e dalla francese BNP Paribas. Esso prevede che l'obbligazione non sia emessa dalla banca cedente i crediti ipotecari, ma da una società controllata, che quindi presta i fondi raccolti alla casa madre. Tale prestito è garantito dalle attività del *cover pool*, che rimangono iscritte nel bilancio della casa madre. In caso di insolvenza di quest'ultima, l'emittente prende possesso di tali attività e assicura il servizio dell'obbligazione.

Caratteristiche principali dei <i>covered bond</i> e dei titoli garantiti da attività		
	<i>Covered bond</i>	Titoli garantiti da attività
Motivazione dell'emittente	Rifinanziamento	Riduzione del rischio, arbitraggio regolamentare, rifinanziamento
Emittente	Generalmente l' <i>originator</i> dei prestiti	Società veicolo
Rivalsa nei confronti dell' <i>originator</i>	Sì	Generalmente no
Configurazione del portafoglio di garanzie	Le attività rimangono generalmente in bilancio, ma sono designate come appartenenti al <i>cover pool</i>	Le attività vengono trasferite al veicolo
Impatto sui requisiti patrimoniali dell'emittente	Nessuno	Riduzione
Restrizioni legali sull'emittente o sulle garanzie idonee	Sì (se l'emissione avviene nel quadro della legislazione sui <i>covered bond</i>)	Generalmente assenti
Gestione del <i>pool</i> di attività	Generalmente dinamica	Prevalentemente statica
Trasparenza del <i>pool</i> di attività per gli investitori	Limitata (ma la qualità viene regolarmente controllata da <i>trustee</i> o dalle agenzie di rating)	Generalmente alta
Rischio di rimborso anticipato	Nessun rischio per gli investitori poiché le attività del <i>pool</i> vengono sostituite	Il rischio viene di norma trasferito completamente agli investitori
Strutturazione in tranche	No	Frequente
Cedola	Prevalentemente a tasso fisso	Prevalentemente a tasso variabile

Tabella 1

elevato rispetto a quello delle obbligazioni bancarie ordinarie. A differenza di quanto avviene per gli ABS, il portafoglio di garanzie è soprattutto inteso come dispositivo di supporto al credito (*credit enhancement*) e non come mezzo per assumere un'esposizione alle attività sottostanti. I *cover pool* sono generalmente dinamici, nel senso che gli emittenti possono sostituire le attività che hanno subito un deterioramento della qualità o sono state oggetto di rimborso anticipato. Diversamente dagli ABS, che di norma presentano un tasso variabile e trasferiscono l'intero rischio di insolvenza e di rimborso anticipato agli investitori, i *covered bond* corrispondono solitamente un tasso fisso e prevedono il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza (tabella 1).

Le obbligazioni garantite, in particolare le emissioni di grandi dimensioni note come *jumbo*, si differenziano inoltre dagli ABS perché sono spesso scambiate in un mercato secondario liquido. Le emissioni *jumbo* vengono effettuate a intervalli regolari e la loro liquidità viene assicurata da severi requisiti di *market-making*. Tutte queste caratteristiche fanno ritenere che i *covered bond* siano considerati non tanto come uno strumento per assumere un'esposizione al rischio di credito, quanto come un'alternativa, più redditizia, rispetto ai titoli di Stato. Sotto tale aspetto, essi sono forse più comparabili alle obbligazioni emesse da banche di sviluppo pubbliche, come KfW Bankengruppe, o da istituzioni multilaterali, quali la Banca europea per gli investimenti.

Caratteristiche del mercato

Dalla metà degli anni novanta sia l'emissione che le consistenze in essere di *covered bond* hanno evidenziato una crescita notevole. Le emissioni annunciate sono salite da meno di €100 miliardi a metà degli anni novanta a più di €350 miliardi nel 2006 (grafico 1), mentre a metà 2007 le consistenze in essere hanno raggiunto €1,7 trilioni.

Rapida crescita dimensionale del mercato ...

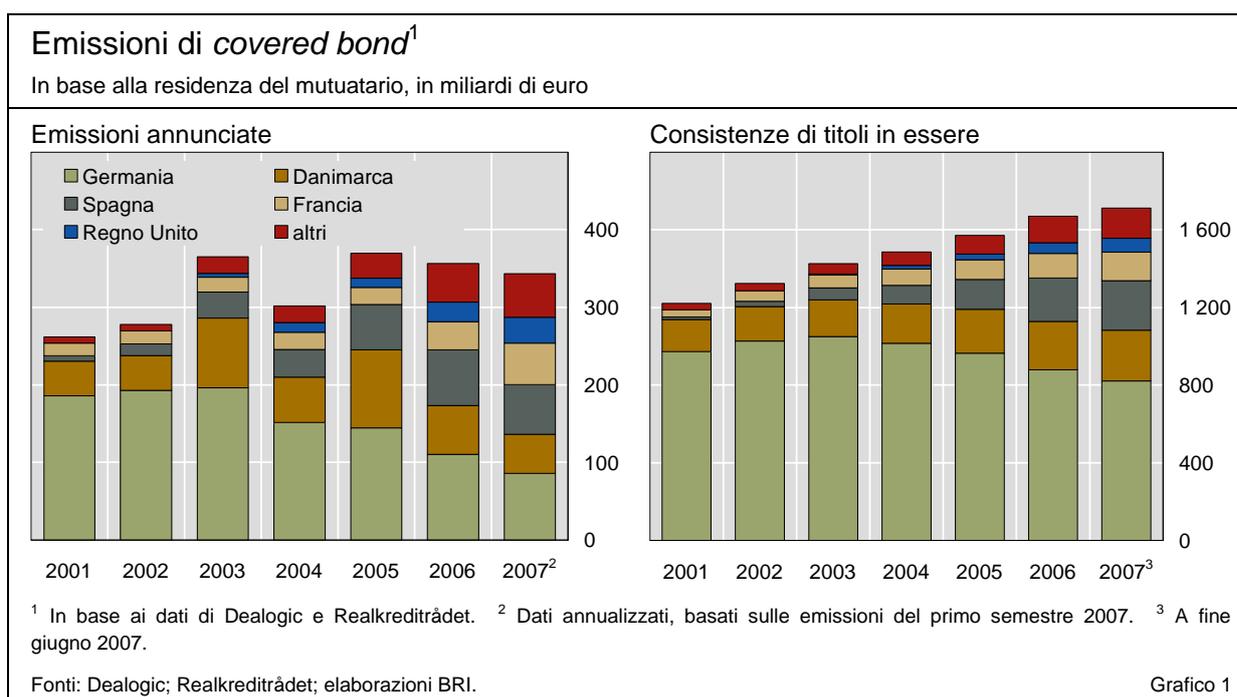
Negli ultimi dieci anni la diffusione geografica delle obbligazioni garantite si è ampliata considerevolmente. Per un lungo periodo questi titoli erano emessi soprattutto in Germania (*Pfandbriefe*) e Danimarca (*realkreditobligationer*). Le *Pfandbriefe* venivano emesse anche in Svizzera e Austria, seppure in quantità di gran lunga inferiori rispetto alla Germania. Solo a metà degli anni novanta altri paesi hanno introdotto una normativa sui *covered bond*, aprendo così la strada all'internazionalizzazione del mercato. Al momento della redazione, più di venti paesi europei avevano adottato specifiche leggi in materia o progettavano di farlo a breve.

... con l'introduzione di norme specifiche da parte di sempre più paesi

In molti di questi paesi l'adozione della normativa sui *covered bond* ha dato luogo a una cospicua attività di collocamento. Sebbene le istituzioni tedesche risultassero ancora i principali emittenti di obbligazioni garantite nella prima metà del 2007 (€86 miliardi in ragione d'anno), notevoli emissioni sono state effettuate anche in diversi altri paesi. Ad esempio, le banche spagnole hanno collocato *covered bond* per €64 miliardi, mentre le emissioni francesi sono ammontate a €53 miliardi (grafico 1). Pertanto, la quota delle *Pfandbriefe* tedesche sulle consistenze totali di obbligazioni garantite in essere è scesa dall'80% del 2001 a meno del 50% a metà 2007.

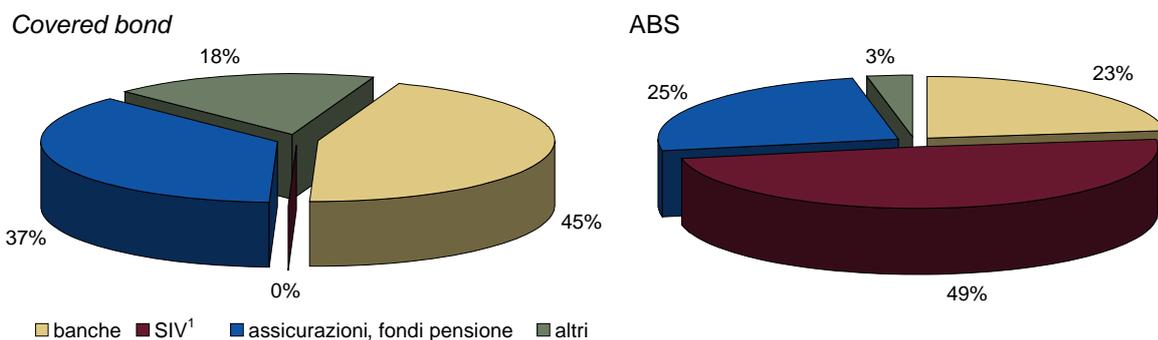
In contrasto con la rapida crescita osservata in altri paesi, l'attività di emissione in Germania è diminuita considerevolmente dopo avere toccato un massimo di €200 miliardi nel 2003. Tale andamento potrebbe essere in parte ascrivibile al fatto che sempre più spesso gli enti pubblici hanno raccolto fondi

Calo delle emissioni in Germania



Investitori in *covered bond* e ABS

Acquisti sul mercato primario, per categoria di investitore, in percentuale



¹ Structured investment vehicle.

Fonte: Barclays (2007).

Grafico 2

direttamente nel mercato obbligazionario, scavalcando le banche emittenti di *Pfandbriefe*. Inoltre, la graduale rimozione delle garanzie statali alle banche a partecipazione pubblica a partire dal 2005 ha ridotto il volume di attività stanziabili a garanzia, in quanto il debito di tali banche aveva costituito una quota significativa dei *cover pool* per le *Pfandbriefe* pubbliche.

Base di investitori

Le differenze strutturali tra le obbligazioni garantite e gli ABS sono rispecchiate dalle diverse basi di investitori. Le obbligazioni garantite sono acquistate soprattutto dalle banche, che assorbono poco meno della metà delle emissioni complessive nel mercato primario², mentre le emissioni totali di ABS sono detenute da veicoli finanziari e *structured investment vehicle* (SIV) per quasi il 50% e da banche per meno del 25% (grafico 2). La possibilità di accedere a una base di investitori diversa è sicuramente una delle motivazioni dell'emissione di *covered bond* da parte delle banche, in particolare nei paesi dove gli MBS costituiscono un'alternativa concreta.

Valutazione del rischio

Le difficoltà di valutazione ...

Valutare il rischio connesso alle obbligazioni garantite non è semplice. In linea di principio, in virtù della presenza del *cover pool* il prezzo di un titolo di questo genere dovrebbe essere più elevato rispetto a quello del debito non garantito dello stesso emittente. Analogamente, esso dovrebbe essere superiore anche a quello di un ABS con le stesse garanzie sottostanti, dati il diritto di rivalsa sull'emittente, l'assenza di rischio di rimborso anticipato e la possibilità di sostituire i prestiti in sofferenza all'interno del *cover pool*. La differenza tra il prezzo delle obbligazioni garantite e quello di altri strumenti del medesimo emittente dovrebbe essere maggiore se la correlazione tra le insolvenze del

² Ciò potrebbe essere dovuto, in parte, anche al trattamento regolamentare favorevole riservato alle obbligazioni garantite. Ai sensi dell'accordo del Basilea 1, i *covered bond* con giudizio tripla A godono nella maggioranza dei paesi di una ponderazione per il rischio pari al 10%, rispetto al 50% applicato alle tranche di MBS residenziali di pari rating. Tale scarto dovrebbe ridursi nel quadro del Basilea 2. Cfr. Fitch Ratings (2006b), Barclays (2007) e Deutsche Bank (2007).

prenditore e il valore del portafoglio di attività in garanzia è scarsa, e minore nel caso di una correlazione perfetta.

La questione principale ai fini della valutazione delle obbligazioni garantite riguarda il valore che il *cover pool* assumerebbe in caso di fallimento del soggetto cedente (*originator*). In linea di principio, l'insolvenza di quest'ultimo potrebbe mettere a repentaglio il merito di credito delle obbligazioni attraverso due canali. In primo luogo, potrebbe deteriorare la qualità creditizia delle attività comprese nel *cover pool*. In secondo luogo, anche se le attività in garanzia mantenessero il proprio valore, i creditori dell'*originator* potrebbero tentare di appropriarsene per soddisfare i propri diritti. La legislazione sulle obbligazioni garantite e gli accordi contrattuali in atto cercano di scongiurare entrambe queste minacce per la sostenibilità del *cover pool* imponendo standard minimi di qualità degli attivi e assicurandone la *bankruptcy remoteness* (cfr. infra).

Per quanto riguarda la qualità degli attivi in garanzia, le norme in materia di *covered bond* stabiliscono spesso massimali da applicare al rapporto fra prestito e valore della garanzia (*loan-to-value ratio*, LTV) per i mutui ipotecari, nonché restrizioni geografiche e, in alcuni casi, di rating per gli enti pubblici³. Tali limitazioni sono talvolta integrate dall'obbligo di condurre prove di stress. Queste ultime sono parimenti utilizzate dalle agenzie di rating per verificare il merito di credito del *cover pool*, a prescindere dal fatto che i titoli siano emessi o meno in virtù delle predette norme.

Le disposizioni mirate ad assicurare la cosiddetta *bankruptcy remoteness* del portafoglio di garanzie sottostanti, ossia l'immunizzazione da un'eventuale procedura di insolvenza riguardante l'emittente, costituiscono ovunque una parte rilevante della legislazione sulle obbligazioni garantite (tabella 2), nonché degli accordi privati per l'emissione di *covered bond* strutturati. In base alla maggior parte dei quadri normativi, le attività in garanzia rimangono nel bilancio della banca che emette l'obbligazione⁴, ma sono chiaramente designate come appartenenti al *cover pool*. Nel caso di fallimento dell'emittente, tali attività vengono separate dalle altre attività in bilancio e amministrate fino alla scadenza dei *covered bond*.

Vi sono due importanti eccezioni a questo modello generale: le *cédulas* spagnole e le obbligazioni bancarie garantite italiane. In Spagna le attività in garanzia rimangono all'interno del bilancio dell'emittente, senza tuttavia essere iscritte in alcun apposito registro. In caso di fallimento, i portatori godono di un

... del quadro
legislativo ...

³ La legislazione sui *covered bond* impone generalmente un massimale dell'80% all'LTV delle ipoteche residenziali e del 60% a quello delle ipoteche commerciali, ma in alcuni paesi vigono requisiti più severi (tabella 2). Nella maggior parte delle giurisdizioni possono essere erogati prestiti con un LTV più elevato, ma la percentuale eccedente il massimale non può entrare a far parte del *cover pool*. Fra le esposizioni nei confronti del settore pubblico sono di solito stanziabili solo quelle relative a paesi industriali con alto rating.

⁴ L'emittente può, ma non deve necessariamente, essere l'*originator* delle attività. Ad esempio, le *sociétés de crédit foncier* francesi o le *designated credit institutions* irlandesi spesso fanno parte di grandi gruppi bancari e possono acquistare attività dalla rispettiva casa madre per rifinanziarle tramite *covered bond*.

Quadro sinottico della normativa vigente in alcune giurisdizioni selezionate							
	Francia	Germania	Irlanda	Italia	Lussemburgo	Portogallo	Spagna
Nome dello strumento	<i>Obligations foncières</i>	<i>Hypothek-pfandbrief (HP) /Öffentlicher Pfandbrief (ÖP)</i>	<i>Asset-covered securities</i>	Obbligazioni bancarie garantite	<i>Lettres de gage hypothécaire (LGH) ou publique (LGP)</i>	<i>Obrigações hipotecárias (OH) sobre o sector público (OP)</i>	<i>Cédulas hipotecarias (CH)/Cédulas territoriales (CT)</i>
Principio della banca specializzata	Sì	No	Sì	No	Sì	No	No
Attività in garanzia ¹	i/pp	HP: i ÖP: pp	i/pp	i/pp	LGH: i LGP: pp	OH: i OP: pp	CH: i CT: pp
Struttura delle attività in garanzia	Iscritte a registro, rimangono in bilancio	Iscritte a registro, rimangono in bilancio	Iscritte a registro, rimangono in bilancio	Trasferite a società veicolo	Iscritte a registro, rimangono in bilancio	Iscritte a registro, rimangono in bilancio	Nessun portafoglio designato, tutte le attività idonee fungono da garanzia
Emittente	Banca specializzata	<i>Originator</i>	Banca specializzata	<i>Originator</i> (garantito da società veicolo)	<i>Originator</i>	<i>Originator</i>	<i>Originator</i>
LTV massimo ²	80%, 60%	60%, 60%	75%, 60%	80%, 60%	60%, 60%	80%, 60%	80%, 70%
Garanzia minima	100%	102%	103% ³	110%	100%	105%	111% ⁴
Protezione della copertura ⁵	Sì	Fino al 12% della copertura	Sì	Sì	Sì	Sì	No
Supervisore indipendente della <i>cover pool</i>	<i>Trustee</i> nominato dall'autorità di regolamentazione	<i>Trustee</i> nominato dall'autorità di regolamentazione	<i>Trustee</i> nominato dall'emittente e approvato dall'autorità di regolamentazione	Vigilanza speciale della Banca d'Italia	<i>Trustee</i> nominato dall'emittente e approvato dall'autorità di regolamentazione	Revisore nominato dall'emittente e registrato presso l'autorità di regolamentazione	No
<i>Bankruptcy remoteness</i>	Segregazione delle garanzie in caso di insolvenza	Segregazione delle garanzie in caso di insolvenza	Segregazione delle garanzie in caso di insolvenza	Società veicolo immune dall'eventuale insolvenza della casa madre	Segregazione delle garanzie in caso di insolvenza	Segregazione delle garanzie in caso di insolvenza	No, ma diritto di prelazione su tutte le attività idonee in bilancio

¹ Componente principale del *cover pool*; i: ipoteche, pp: prestiti al settore pubblico. ² Ipoteche residenziali, commerciali. ³ A seguito della proposta di emendamento. ⁴ Attività pubbliche: 142%. ⁵ Protezione degli strumenti di copertura in caso di fallimento dell'*originator*.

Fonti: Barclays Capital (2007); Deutsche Bank (2007).

Tabella 2

diritto di prelazione su tutte le attività stanziabili che figurano nel bilancio dell'emittente. A differenza dei *covered bond* emessi in altre giurisdizioni, le *cédulas* prevedono un rimborso accelerato in caso di insolvenza dell'emittente. Tale discrepanza normativa è probabilmente destinata a venire meno: verso la fine del 2006 il Ministero delle Finanze spagnolo ha presentato una bozza di emendamento che prevede la creazione di un registro per le garanzie, allineando il modello spagnolo su quello degli altri paesi. Quanto alle obbligazioni bancarie garantite italiane (diverse dai *covered bond* emessi dalla Cassa Depositi e Prestiti), vi sono analogie con i titoli strutturati emessi dalle banche del Regno Unito e dei Paesi Bassi, in quanto le attività vengono trasferite a una società veicolo che garantisce l'obbligazione emessa dalla casa madre.

All'interno del quadro di riferimento generale, vanno poi definite nel dettaglio varie disposizioni per assicurare l'effettiva *bankruptcy remoteness* del portafoglio di garanzie. Ad esempio, occorre impedire che le attività ivi contenute siano compensate con altri eventuali crediti vantati dagli investitori nei confronti dell'emittente⁵. Inoltre, i derivati utilizzati per tutelarsi dal rischio di tasso di interesse legato alle differenze di *duration* tra l'obbligazione e le attività in garanzia devono rimanere in vigore anche in caso di insolvenza dell'emittente.

Rating creditizi e divergenze di opinione

La *bankruptcy remoteness* di un portafoglio di garanzie non è mai stata messa alla prova in sede giudiziaria, per il semplice motivo che non sembra essersi verificato alcun caso di insolvenza di un emittente di *covered bond* dall'inizio del ventesimo secolo⁶. Le differenze tra le metodologie di valutazione e i giudizi adottati dalle tre principali agenzie di rating internazionali ben illustrano la difficoltà di valutare il rischio connesso a tali strumenti.

... trovano riscontro nei diversi approcci adottati dalle agenzie di rating

Unica fra le tre agenzie, Moody's Investors Service considera la perdita attesa sulle obbligazioni garantite utilizzando un approccio relativamente nuovo di "insolvenza congiunta" (*joint default*), per cui il rischio viene ritenuto essenzialmente una funzione della probabilità che si verifichi un'insolvenza sia dell'emittente sia del *cover pool* (Moody's Investors Service, 2005). Nel caso in cui siano presenti un portafoglio di garanzie di buona qualità e un certo grado di sovracopertura, tale approccio comporta che lo scarto positivo del rating del *covered bond* rispetto a quello dell'emittente risulti sensibilmente superiore. Un altro aspetto fondamentale di questa impostazione è che la correlazione

Moody's prende in considerazione la probabilità di insolvenza congiunta ...

⁵ Per questa ragione, lo stanziamento in garanzia di esposizioni verso mutuatari di giurisdizioni che non riconoscono le restrizioni alla possibilità di compensazione è solitamente limitato per legge o tramite accordi contrattuali privati.

⁶ Nel 1900, ad appena un anno dalla fondamentale legge tedesca sulle ipoteche che unificò e migliorò la normativa sulle *Pfandbriefe*, tre emittenti subirono ingenti perdite a seguito di pratiche fraudolente da parte di membri del consiglio di amministrazione. Una delle banche fallì, mentre le due restanti sopravvissero grazie alla decisione dei detentori di *Pfandbriefe* di scambiare parte delle loro obbligazioni con azioni (Born, 1976, pag.197).

stimata tra le due probabilità di insolvenza viene esplicitamente tenuta in considerazione quale importante fattore di rischio.

... mentre S&P pone maggiore enfasi sul *cover pool* ...

Standard & Poor's adotta invece un approccio "dissociato" (*delinked*), in base al quale il rating è assegnato considerando i flussi di cassa e la qualità delle attività costituite in garanzia, dissociando di fatto il giudizio sull'obbligazione da quello *senior unsecured* dell'emittente. Mediante prove di stress sulla qualità delle garanzie e sui flussi di cassa, S&P determina l'entità della sovracopertura e degli altri dispositivi di supporto necessari per l'ottenimento di un rating tripla A (Standard & Poor's, 2004).

... e Fitch adotta un'impostazione intermedia

La metodologia di Fitch Ratings contiene elementi di entrambi gli approcci presentati precedentemente. Essa moltiplica le stime della probabilità di insolvenza dell'emittente per un fattore di discontinuità, che dipende dalla *bankruptcy remoteness* percepita del portafoglio di garanzie e da altri elementi che potrebbero influenzarne il valore nell'ipotesi di insolvenza dell'emittente⁷. In fasi successive, il rating viene quindi aggiustato a seconda del risultato di una prova di stress basata su modelli dei flussi di cassa condotta sul *cover pool* e del valore di recupero stimato corrispondente ai dispositivi di sicurezza.

I diversi approcci danno luogo a divergenze di opinione

Di fatto, sembrano sussistere differenze piuttosto frequenti tra le varie agenzie quanto ai risultati del processo di rating dei *covered bond* (tabella 3). Benché diverse obbligazioni strutturate siano spesso state concepite con l'intento esplicito di ottenere il rating massimo della tripla A, in circa un quarto dei casi in cui esse hanno ricevuto una seconda valutazione, quest'ultima è risultata più bassa. Per la verità, le divergenze di vedute sono in certa misura inevitabili e salutari, giacché apportano informazioni e prospettive supplementari al mercato. Un disaccordo simile è documentato con frequenza analoga

Rating dei <i>covered bond</i>					
	Numero di emissioni valutate	% di (1) con rating tripla A	% di (1) valutate da più agenzie	% di (3) con <i>split rating</i>	% di (4) con <i>split rating</i> dell'emittente nella stessa direzione
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Francia	520	100	73	1	75
Germania	8 872	96	54	26	12
Irlanda	52	100	85	16	29
Lussemburgo	145	99	30	2	100
Spagna	147	85	63	12	55
Altri	411	85	54	8	44
Totale	10 147	95	55	23	13

Nota: in questa analisi sono utilizzati solo i rating assegnati da Moody's Investors Service, Standard & Poor's e Fitch Ratings.

Fonti: Dealogic; BRI.

Tabella 3

⁷ A tal fine, Fitch prende in considerazione il grado di segregazione delle attività, i *gap* di liquidità, la disponibilità di una gestione alternativa e la supervisione sui *covered bond* (Fitch Ratings, 2006a).

per i rating iniziali attribuiti alle emissioni di obbligazioni societarie USA valutate in almeno un caso con la tripla A (Cantor et al., 1997).

Le disparità di opinioni sul merito di credito dei *covered bond* sembrano scaturire principalmente da pareri differenti riguardo alla protezione offerta dalle garanzie e dalla struttura di queste ultime, piuttosto che da valutazioni diverse del rischio di insolvenza dell'emittente. Alcuni ricercatori documentano che le divergenze di rating (*split rating*) sono più frequenti per le banche che per altri emittenti, attribuendo tale risultato all'opacità dei bilanci delle istituzioni finanziarie (Morgan, 2002). Ciò nonostante, all'interno del campione qui considerato solo il 13% dei *covered bond* con giudizi diversi presenta altresì divergenze analoghe nella stessa direzione per i rating dell'emittente (bancario) originario (tabella 3).

La rapida crescita delle emissioni di *covered bond* effettuate all'interno di quadri di riferimento regionali nuovi e ancora non sottoposti a vaglio non sembra avere incrementato la tendenza a registrare differenze di rating. Anzi, tali differenze paiono meno frequenti per i segmenti più recenti (e innovativi) delle obbligazioni strutturate: ad esempio, i mercati di Spagna e Francia, in rapida espansione, presentano relativamente meno casi di rating divergenti (tabella 3). Questi ultimi sono invece di gran lunga più frequenti nel mercato delle *Pfandbriefe* tedesche, ossia il mercato di *covered bond* più consolidato, e anche quello dove gli emittenti presentano in media il rating più basso.

Evidenze relative agli spread

A causa della protezione aggiuntiva offerta, i rendimenti dei *covered bond* sono sensibilmente inferiori rispetto a quelli delle obbligazioni di primo grado (senior) non garantite dello stesso emittente. Da un raffronto tra i rendimenti giornalieri di più di 4 000 *covered bond* e gli indici Merrill Lynch Financial Institution Bond per la medesima categoria di rating dell'emittente emerge che i rendimenti dei *covered bond* sono in media inferiori di 14, 42 e 91 punti base rispettivamente per gli emittenti delle categorie ampie AA (Aa), A e BBB (Baa)⁸.

Gli spread sui
covered bond ...

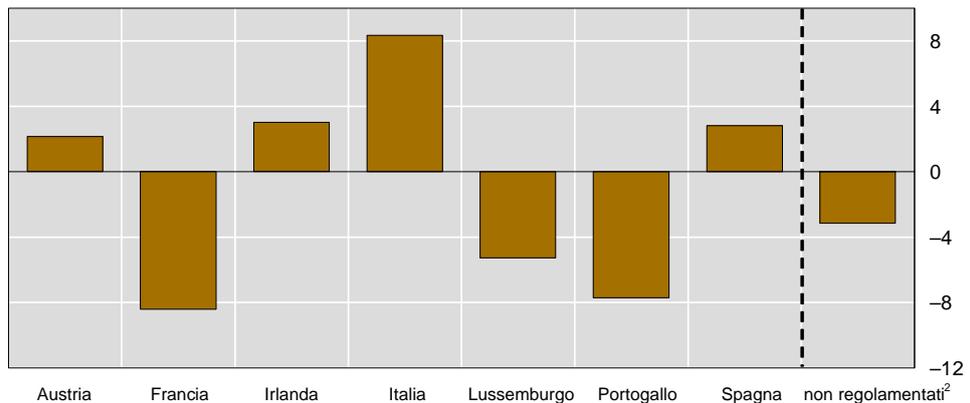
Differenze tra paesi

Le stime presentate sopra si riferiscono a medie campionarie e non tengono conto delle notevoli divergenze esistenti tra i quadri normativi vigenti nei diversi paesi (tabella 2). Alcune evidenze preliminari riguardo all'eventualità che tali divergenze (e altri fattori) influiscano sui prezzi delle obbligazioni garantite possono essere ottenute da una regressione dei relativi spread su variabili

⁸ Il valore del *cover pool* potrebbe essere stimato con maggiore precisione comparando il rendimento sulle obbligazioni garantite con quello sulle obbligazioni senior non garantite dello stesso emittente. Nella pratica, tuttavia, questo approccio non è generalmente applicabile in quanto la maggior parte degli emittenti di *covered bond* non ha altre obbligazioni in essere. Va inoltre rilevato che i risultati sopra riportati non implicano che l'emissione di obbligazioni garantite comporti necessariamente un vantaggio netto per le società. Poiché una parte degli attivi è destinata a garantire l'emissione, e viene di fatto rimossa dal bilancio, vi è un incremento effettivo della leva finanziaria. Essendovi meno attività sulle quali i creditori e gli azionisti esistenti (e futuri) possono rivalersi nell'eventualità di fallimento dell'emittente, il costo totale del capitale potrebbe in alcuni casi aumentare.

Effetti paese¹

Differenziale di rendimento rispetto alle emissioni tedesche, in punti base



¹ Le colonne si riferiscono ai coefficienti stimati per le variabili *dummy* utilizzate nella regressione degli spread giornalieri sulle variabili esplicative ipotizzate. Il campione è composto dai *covered bond* presenti nel *database* di Dealogic dal gennaio 2003 al giugno 2006. I coefficienti delle variabili *dummy* relative ai paesi rappresentano le differenze rispetto al titolo tedesco di riferimento (tutte le stime hanno significatività al livello dell'1%). La variabile dipendente è lo spread di rendimento del *covered bond* rispetto al tasso swap sul Libor in euro con scadenza analoga. L'intercetta stimata è di 1,3 punti base. Oltre a quelle relative ai paesi, sono state utilizzate le seguenti variabili esplicative: scadenza (e scadenza al quadrato) dell'obbligazione, ammontare dell'emissione in essere, una variabile *dummy* indicativa dell'eventuale status di *jumbo* dell'emissione (denota le emissioni in essere superiori a €1 miliardo), variabili *dummy* per il rating creditizio dell'emissione, la differenza fra il rating dell'emittente e quello dell'emissione e una variabile *dummy* per la presenza di un eventuale disaccordo fra le principali agenzie di rating. Per evitare effetti di cambio, sono considerate solo le emissioni denominate in euro. ² *Covered bond* di Paesi Bassi, Regno Unito e BNP Paribas, per i quali non vi è alcuna regolamentazione direttamente applicabile.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3

dummy nazionali nonché su una serie di variabili di controllo. I risultati di questo esercizio sono riportati nel grafico 3.

Molte delle variabili di controllo risultano significative e hanno nella maggioranza dei casi il segno atteso. Gli spread tendono a essere più elevati all'aumentare della scadenza dell'obbligazione, coerentemente con un'inclinazione positiva della curva del rischio di credito, ma l'effetto si riduce per le emissioni molto consistenti. I differenziali diminuiscono al crescere delle consistenze in essere, in linea con la maggiore liquidità associata alle grandi emissioni. Conformemente alle attese, le obbligazioni con rating minore hanno spread più ampi rispetto a quelle valutate tripla A. È invece in certa misura sorprendente rilevare che la presenza di un disaccordo fra le agenzie di rating sembra coincidere con spread più bassi; la differenza stimata, pari a meno di 1 punto base, non è tuttavia economicamente significativa.

Benché i risultati della regressione attestino l'esistenza di differenze di spread a seconda del paese dell'emittente, tali differenze paiono correlate solo debolmente alla struttura generale del quadro legislativo di emissione. Ad esempio, gli effetti paese stimati per le giurisdizioni in cui le obbligazioni garantite possono essere emesse esclusivamente da prestatori specializzati differiscono spesso tra loro in misura sostanziale. Mentre gli spread sulle *obligations foncières* francesi sono fra i più esigui, quelli sugli *asset-covered securities* in Irlanda sono lievemente più alti che nella maggior parte degli altri paesi. Un altro caso in cui le obbligazioni presentano differenziali di rendimento leggermente più ampi è quello della Spagna, forse perché il quadro giuridico

... sono influenzati più dalle caratteristiche degli strumenti ...

... che non dalle discrepanze normative

nazionale non assicura lo stesso grado di *bankruptcy remoteness* delle garanzie. Sarà interessante vedere in che modo gli spread reagiranno all'eventuale approvazione dell'emendamento di legge recentemente proposto, che prevede in particolare la creazione di un registro per le attività in garanzia⁹.

I risultati fanno inoltre ritenere che gli accordi contrattuali privati potrebbero supplire i quadri normativi in materia di *covered bond*. Di fatto, le emissioni esplicitamente strutturate in modo da ovviare alla mancanza di una legislazione specifica sono generalmente scambiate a spread inferiori rispetto a quelle di tutti i paesi considerati, eccettuati Francia e Portogallo; ciò potrebbe nondimeno essere dovuto al fatto che tali obbligazioni sono di solito emesse da istituzioni finanziarie di grandi dimensioni e notorietà.

Casi di studio recenti

Poiché i *covered bond* presentano generalmente i rating massimi, è naturale che vi siano stati relativamente pochi casi in cui il loro merito di credito è stato seriamente messo alla prova. Tuttavia, in certi momenti alcune obbligazioni potrebbero avere corso un rischio di insolvenza molto maggiore, a causa di un brusco calo della qualità creditizia dell'emittente o di un deterioramento del valore delle garanzie. Esaminando le variazioni dei rendimenti di mercato in concomitanza con determinati episodi è possibile stabilire se gli investitori abbiano effettivamente percepito un mutamento significativo della qualità creditizia degli strumenti in questione.

I prezzi dei *covered bond* sono resistenti a ...

Nel 2005 lo standing creditizio di Allgemeine Hypothekbank Rheinboden AG (AHBR), un emittente tedesco di *covered bond* con titoli in essere per oltre \$55 miliardi e già banca di credito ipotecario più grande del paese, ha subito un brusco calo. Il 17 marzo 2005 Moody's ha annunciato per AHBR sia un declassamento di due gradi, a Baa3, del *bank deposit rating* (che valuta la capacità di far fronte alle passività costituite dai depositi) a lungo termine, sia una revisione da C- a D- del *financial strength rating*, che riflette la qualità creditizia intrinseca dell'emittente, a prescindere da un eventuale sostegno esterno. Il 25 ottobre dello stesso anno Moody's ha abbassato quest'ultimo rating a E, indicando che si sarebbe probabilmente reso necessario un intervento esterno per salvare la banca.

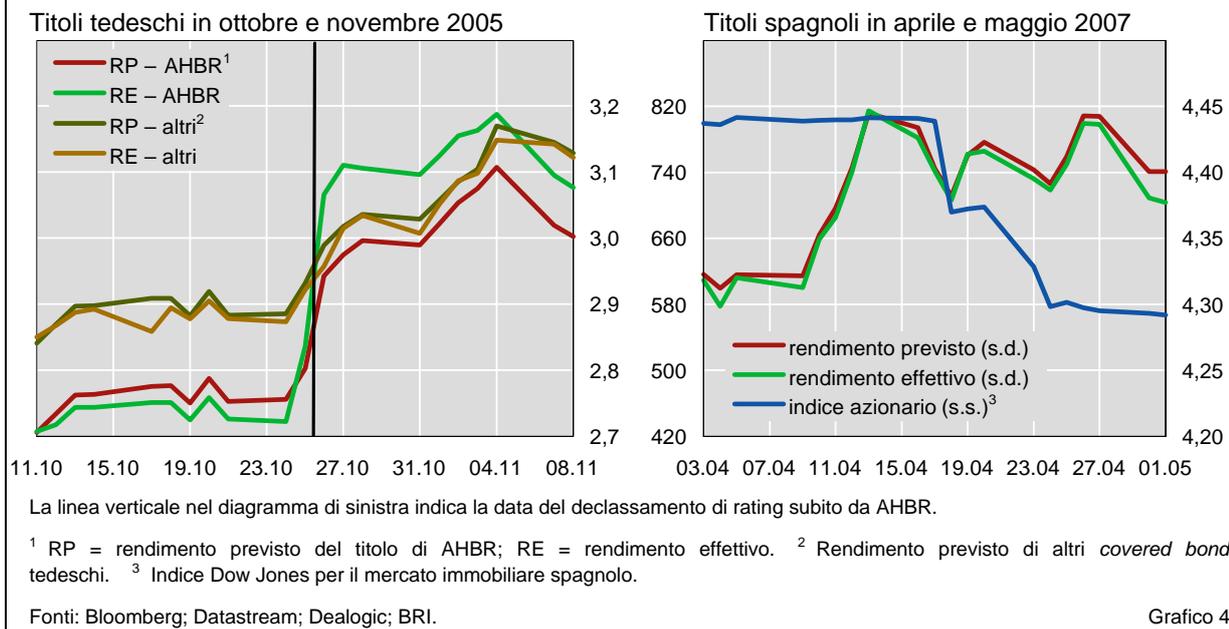
... declassamenti dell'emittente ...

Al fine di esaminare in che misura tali annunci si sono tradotti in variazioni anomale (ossia non ascrivibili ai più generali andamenti del mercato) del rendimento, si stima un modello lineare che pone in relazione il rendimento giornaliero di ciascun *covered bond* di AHBR dal 1° luglio 2004 a poche settimane prima del declassamento con le variazioni del rendimento dell'indice di obbligazioni AAA elaborato da Merrill Lynch, nonché la scadenza e la scadenza al quadrato di ogni titolo. Sulla base del modello si prevedono per ciascuna obbligazione i rendimenti intorno alle date del declassamento. Essi vengono poi raffrontati con i rendimenti effettivamente registrati nel periodo considerato.

⁹ I bassi spread delle obbligazioni portoghesi potrebbero essere dovuti a un premio di scarsità derivante dalle piccole dimensioni del mercato.

Shock concernenti la valutazione dei *covered bond*

Rendimento percentuale



I risultati indicano che la qualità creditizia dei *covered bond* può dare prova di buona tenuta anche di fronte a diminuzioni molto pronunciate del merito di credito dell'emittente. Intorno all'annuncio del doppio declassamento del 17 marzo 2005 non si rileva alcuna variazione anomala dei rendimenti e, nonostante l'ulteriore peggioramento della situazione finanziaria di AHBR comunicato verso la fine di ottobre 2005, il massimo ampliamento degli spread nel periodo in esame è stato di circa 14 punti base (grafico 4, diagramma di sinistra).

... e a un deterioramento delle garanzie

La stessa metodologia può essere applicata ai mutamenti significativi percepiti in relazione alla qualità del *cover pool*. Come sopra menzionato, le banche spagnole ricorrono di frequente all'emissione di *covered bond*. Poiché tali strumenti vengono solitamente garantiti da ipoteche, è lecito ritenere che eventuali segnali di tensione nel mercato immobiliare spagnolo possano avere portato a un calo della qualità creditizia delle obbligazioni garantite collegate.

Di fatto, seguendo la medesima procedura sopra descritta, non si rileva alcuna evidenza di variazioni anomale significative del rendimento dei *covered bond* spagnoli nei periodi di tensione per il mercato immobiliare del paese. Il 18 aprile 2007 l'indice Dow Jones relativo a tale mercato ha perso quasi il 15%, di riflesso ai timori degli investitori per le prospettive del mercato degli immobili residenziali spagnolo. Le quotazioni azionarie hanno continuato a ridursi nella settimana successiva e il 25 aprile 2007 il calo complessivo aveva pressoché raggiunto il 30%. Ciò nonostante, gli spread sulle *cédulas hipotecarias* non hanno risentito in misura consistente di questa flessione significativa (grafico 4, diagramma di destra), probabilmente grazie al merito di credito delle emissioni, all'elevato grado di sovracopertura della maggior parte delle obbligazioni o alla convinzione degli investitori che i massimali applicati

all'LTV dei prestiti ipotecari li avrebbero tutelati da un calo moderato dei prezzi delle abitazioni.

Conclusioni

Da strumento prettamente nazionale i *covered bond* si sono trasformati in un importante segmento del mercato obbligazionario europeo, mettendosi in concorrenza con altri titoli dal rating elevato come quelli degli emittenti sovrani e quasi-sovrani. Nel 2006, con il collocamento della prima emissione statunitense da parte di Washington Mutual, i *covered bond* sono approdati sull'altra sponda dell'Atlantico. La caratteristica distintiva di tali strumenti è la duplice natura della protezione offerta, che unisce all'obbligo dell'emittente la tutela aggiuntiva di un portafoglio di garanzie appositamente costituito. Tuttavia, stimare il valore aggiunto apportato da questo *cover pool* non è semplice. Sebbene sia la legislazione sulle obbligazioni garantite sia gli accordi contrattuali alla base delle emissioni strutturate contengano numerose disposizioni tese ad assicurare che le attività in garanzia mantengano il proprio valore in caso di fallimento dell'emittente, poche di esse, se non addirittura nessuna, sono state verificate in sede giudiziaria.

A tutt'oggi ha ricevuto un'attenzione solo marginale l'influsso esercitato sul finanziamento ipotecario dall'esistenza di uno strumento che consente alle banche di emettere debito ad alto rating (CSFG, 2006). I *covered bond* sono titoli a lungo termine e a tasso fisso, e si prestano pertanto in modo particolare al rifinanziamento di mutui ipotecari a tasso fisso. Ciò è stato riconosciuto, ad esempio, anche dal Tesoro britannico, il quale ha motivato il recente disegno di legge sui *covered bond* precisamente con la necessità di offrire strumenti adatti a questo scopo.

Riferimenti bibliografici

Barclays Capital European AAA Research and Market Strategy (2007): "The AAA handbook 2007, safe returns", Barclays Bank PLC.

Born, K. (1976): *Geld und Banken im 19. und 20. Jahrhundert*, Kröner, pag. 197.

Cantor, R., F. Packer e K. Cole (1997): "Split ratings and the pricing of credit risk", *Journal of Fixed Income*, dicembre, pagg. 72-82.

Comitato sul sistema finanziario globale (2006): "Housing finance in the global financial market", *CGFS Papers*, n. 26, Banca dei Regolamenti Internazionali.

Deutsche Bank Global Markets Research: Fixed Income & Relative Value (2007): "Overview of covered bonds", Deutsche Bank AG, 60 Wall Street, New York, N.Y.

European Covered Bond Council (2006): *European Covered Bond Factbook*, agosto.

Fitch Ratings (2006a): "Covered bonds", Fitch Inc., One Street Plaza, New York, N.Y.

Fitch Ratings (2006b): "Covered bonds and capital requirements directive", Fitch Inc., One Street Plaza, New York, N.Y.

Moody's Investors Service (2005): "Moody's rating approach to European covered bonds", giugno, www.moody.com.

Morgan, D. (2002): "Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry", *American Economic Review*, settembre, pagg. 874-878.

Standard & Poor's (2004): "Expanding European covered bond universe puts spotlight on key analytics", luglio, www.standardandpoors.com.