BANCHE E COVERED BOND.
EMISSIONI, OPPORTUNITA' E RISCHI

24 Febbraio 2025

© Lorenzo Faccincani e Michele Rutigliano

Università degli Studi di Verona
Dipartimento di Management

lorenzo.faccincani@univr.it
michele.rutigliano@univr.it

Working paper

1. Premessa

L'esaurimento degli effetti della politica monetaria ultra espansiva attuata negli anni passati dalla Banca Centrale Europea (BCE) – con gli ultimi rimborsi delle *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO) III verificatisi a dicembre 2024 – comporta ora la necessità per le banche italiane di elaborare nuove strategie di *funding*, che siano in grado di assicurare il reperimento di risorse finanziarie mediante l'accesso a diverse fonti di raccolta e di evitare le conseguenze negative riconducibili a processi di *deleveraging*. La riconfigurazione delle passività finanziarie avviene in uno scenario regolamentare peculiare che, già dal 1° gennaio 2024, sancisce l'obbligo di rispettare i requisiti di *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities* (MREL) e stabilisce, a partire dal 1° gennaio 2025, la graduale entrata in vigore dei nuovi standard di «*Basel III plus*» che, negli anni a venire, potrebbero condurre a un innalzamento dei requisiti patrimoniali sensibili al rischio che le banche saranno tenute a rispettare[1].

Tra i diversi mezzi a titolo di debito a cui le banche possono far ricorso, un'opzione a loro disposizione è costituita dall'emissione di Obbligazioni Bancarie Garantite (OBG) o *Covered Bond* (d'ora in poi anche solo CB). Ci si riferisce a titoli già presenti da anni anche nella giurisdizione italiana che - oltre a far affidamento, come per tutti gli strumenti di debito, sulla consueta garanzia rappresentata dal patrimonio di cui dispone la banca - sono in aggiunta assistiti da determinati attivi di elevato *standing* creditizio, sui quali i possessori delle obbligazioni, in qualità di creditori privilegiati, possono rivalersi qualora si verifichi l'insolvenza dell'emittente.

Il meccanismo c.d. di doppia rivalsa rende i CB appetibili per quegli investitori che risultano particolarmente avversi al rischio. Ponendosi nell'ottica delle banche emittenti, le obbligazioni bancarie garantite consentono di raccogliere risorse finanziarie beneficiando di un costo del *funding* inferiore rispetto ad altre forme di debito non assistite da *collateral*: ciò in quanto i CB, proprio in ragione delle maggiori tutele che li assistono, presentano una *Probability of Default* (PD) e una *Loss Given Default* (LGD) inferiori rispetto a quelle di altri titoli di debito emessi dallo stesso ente creditizio. Tuttavia, a fronte dell'oggettivo, e di immediata comprensione, vantaggio di prevedere la corresponsione di un tasso di interesse ridotto, vi sono anche significativi maggiori costi e complessità gestionali riconducibili alle emissioni di CB, oltre ai riflessi negativi prodotti sul livello di rischio

[1] Per quanto riguarda le conseguenze della regolamentazione sulle strategie di *funding* a medio termine delle banche, va menzionato, incidentalmente, il vincolo rappresentato dal *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), in vigore dal 28 giugno 2021. Si tratta notoriamente di una metrica chiave legata all'ammontare di provvista stabile, che mira ad evitare un ricorso eccessivo al finanziamento all'ingrosso a breve termine e favorisce la stabilità della raccolta.

complessivo della banca che si riverberano sugli altri suoi creditori, in primis i depositanti, fatte salve specifiche norme a protezione dei diritti di questi ultimi[2].

Per poter comprendere se i CB possano talvolta essere l'opzione preferibile per soddisfare fabbisogni finanziari a medio termine, va quindi valutato l'insieme di aspetti positivi e negativi ad essi legati, adottando a tal fine una logica differenziale che miri a verificarne anche la convenienza economica rispetto ad altre forme di provvista.

L'obiettivo di queste note è quindi analizzare i risvolti strategico-operativi dell'emissione di CB, contestualizzando le riflessioni proposte sullo specifico strumento nell'ambito più generale delle decisioni di struttura finanziaria della banca. In tal modo si vuole offrire una chiave di lettura che abbia alcuni tratti differenziali rispetto ai contributi finora proposti, sappia individuare le potenzialità e le limitazioni riferibili alle obbligazioni bancarie garantite e contribuisca al dibattito sul ruolo e sulla reale utilità che le emissioni in oggetto possono avere nelle politiche di *funding* della banca.

Per quanto concerne i profili metodologici, dopo aver esaminato la letteratura internazionale e italiana che ci è parsa più rilevante, nonché l'evoluzione della normativa primaria e secondaria del nostro paese e alcune altre norme comunitarie significative in materia di CB, sono stati raccolti dati e informazioni pubblicati dall'*European Covered Bond Council* (ECBC), dal *Covered Bond Label* e dalla Banca d'Italia, o reperibili nei bilanci consolidati, nelle informative di Terzo Pilastro e nei comunicati stampa degli istituti che, alla data del 31 dicembre 2024, avevano in essere programmi di emissione di questi strumenti. In tal modo, tra l'altro, si è potuto rilevare l'importanza e la frequenza dell'utilizzo delle obbligazioni garantite da parte delle banche italiane da quando è stato possibile emetterle[3] fino ai giorni più recenti. Nel periodo che si prenderà in esame, va ricordato che sono avvenute la Grande Crisi Finanziaria del 2007-08, la Crisi del debito sovrano italiano nel 2011-12 e la Crisi sanitaria legata al Covid-19, si sono verificati orientamenti di politica monetaria eccezionalmente accomodanti seguiti poi da azioni molto restrittive da parte della BCE nel biennio 2022-23. Infine, sono stati imposti alle banche più severi vincoli di capitale e introdotti i requisiti di liquidità e di MREL, in seguito al recepimento delle misure previste dagli accordi di Basilea II e III e dalla disciplina sulle crisi bancarie. Quelli menzionati appaiono eventi di notevole portata che hanno

[2] Si evidenzia che i depositi fino a 100.000 euro sono notoriamente protetti dal Fondo di Garanzia e sono esclusi da perdite nei casi di risoluzione e liquidazione coatta amministrativa. Inoltre, come stabilito dall'articolo 91, comma 1-bis del Testo Unico Bancario (TUB – Decreto Legislativo 385/1993), per la parte che supera i 100.000 euro i depositi, anche di grandi aziende, ricevono un trattamento preferenziale nella gerarchia concorsuale rispetto agli altri crediti chirografari.

[3] I CB sono stati introdotti nell'Ordinamento italiano aggiungendo l'art. 7-bis (*Obbligazioni bancarie garantite*) all'interno della già esistente Legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti: ciò è avvenuto tramite l'art. 2, comma 4-ter del Decreto Legge 35/2005, convertito, con modificazioni, dalla Legge 80/2005. La normativa sui CB ha trovato in seguito completamento con il regolamento di attuazione contenuto nel Decreto 310/2006 del Ministro dell'Economia e delle Finanze e con le relative Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia, adottate con Provvedimento del 15 maggio 2007.

inevitabilmente inciso anche sulle scelte di finanziamento compiute dalle banche e quindi potrebbero averne influenzato la decisione di ricorrere ai CB.

Tenuto conto dell'obiettivo e del metodo sopra definiti, l'articolo risulta così strutturato. Il secondo paragrafo è dedicato ad approfondire tratti specifici della disciplina normativa italiana riguardante i CB, facendo anche emergere alcuni dei principali cambiamenti che si sono verificati nel corso del tempo. Si precisa che esula dalle finalità di questo contributo fornire un quadro descrittivo dettagliato di tutte le numerose misure contenute nella normativa passata e attuale, bensì, in modo più circoscritto, ci si sofferma su quegli aspetti distintivi che rivestono un maggior interesse in una prospettiva di analisi volta a far emergere vantaggi e svantaggi dell'operazione per gli istituti emittenti. Nel terzo paragrafo verranno esposti e commentati i dati concernenti gli *outstanding* totali e le emissioni annue complessive delle banche italiane a partire dal 2006 fino all'anno 2024, ponendoli anche a confronto con quelli concernenti altri sistemi bancari europei che risultano leader nel ricorrere a tali strumenti. Inoltre, con riferimento alle principali banche del nostro paese, si evidenzieranno le principali caratteristiche dei titoli emessi nei tempi più recenti. Le analisi effettuate sull'evoluzione delle misure normative e sull'effettivo utilizzo che è stato fatto dei CB risultano propedeutiche alle considerazioni proposte nel quarto paragrafo, il quale ha l'obiettivo di riassumere le possibili finalità sottostanti la decisione di finanziarsi con CB e alcuni rilevanti profili di gestione del programma di emissione. Successivamente, il quinto paragrafo si soffermerà sulle circostanze che appaiono ostative a una proficua realizzazione di emissioni di tale tipo di obbligazioni e in seguito sulle condizioni, endogene ed esogene alla banca, che invece potrebbero giustificare in termini economici la scelta di raccogliere risorse mediante CB. Nel sesto paragrafo si conclude la disamina della tematica qui oggetto di studio e si ipotizza il ruolo che i CB potrebbero avere in prospettiva per le banche italiane.

2. Una breve analisi dei profili di interesse della normativa sui *Covered Bond*

La disciplina italiana in materia di CB è oggi contenuta nel Titolo I-bis (precisamente dall'articolo 7 *quinquies* all'articolo 7 *vicies quater*) della Legge 130/1999 e, con riferimento alle relative disposizioni attuative, nel Capitolo 3 della Parte Terza della Circolare 285/2013 della Banca d'Italia. Si tratta di una disciplina a cui si è giunti in seguito all'emanazione del Decreto Legislativo 190/2021, che ha provveduto a recepire nell'Ordinamento del nostro paese la Direttiva (UE) 2019/2062 concernente l'emissione di obbligazioni garantite e la relativa vigilanza pubblica (c.d. *Covered Bond Directive* – CBD) e che ha adeguato la normativa nazionale al Regolamento (UE) 2019/2160 riguardante le esposizioni sotto forma di CB. Tali atti comunitari, a loro volta, hanno introdotto un

quadro unico armonizzato per le obbligazioni garantite emesse da banche europee, superando in tal modo le diversità esistenti fino a quel momento tra le singole legislazioni nazionali[4].

Lo schema operativo dell'emissione di CB da parte delle banche italiane prevede le seguenti fasi:

- la cessione pro-soluto da parte di una banca a uno Special Purpose Vehicle (SPV) di *asset* puntualmente stabiliti dalla normativa. Nella prassi tali attività sono costituite da prestiti ipotecari residenziali e commerciali, nonché – essenzialmente nel caso di emittenti esteri - anche da crediti verso le pubbliche amministrazioni[5]. Le attività cedute formano un patrimonio separato e rappresentano il c.d. aggregato di copertura (*cover pool*). Va subito sottolineato che, per tutta la durata dello strumento, non possono essere parte del *cover pool* esposizioni che risultino deteriorate, bensì solo attivi di ottima qualità creditizia[6];
- per permettere di acquisire le attività oggetto di cessione, l'erogazione all'SPV un finanziamento subordinato[7] da parte della stessa banca cedente oppure da un'altra banca;
- l'emissione da parte della banca cedente o di un'altra banca delle obbligazioni bancarie garantite. Queste ultime possono essere destinate al mercato, ovvero essere sottoscritte da investitori istituzionali tra i quali possono rientrare anche istituti bancari, oppure possono essere trattenute dallo stesso emittente allo scopo di utilizzarle successivamente come *collateral* in operazioni di finanziamento con la Banca Centrale o con altre banche;

---

[4] Si precisa che il Capitolo 3 della Parte Terza della Circolare 285/2013 della Banca d'Italia è stato modificato tramite il 42° aggiornamento della Circolare datato 30 marzo 2023. Tali modifiche sono state apportate per dare attuazione alla nuova disciplina europea riguardante le obbligazioni bancarie garantite recepita con il citato Decreto Legislativo 190/2021.

[5] I crediti e i titoli considerati idonei sono individuati dall'articolo 7-*novies* della Legge 130/1999.
Per quanto riguarda gli emittenti italiani di CB garantiti da crediti verso pubbliche amministrazioni, va fatta menzione dei programmi di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e di Intesa Sanpaolo, oggetto però di chiusura volontaria anticipata. In particolare, CDP avviò nel 2004 un programma di emissione, fino a 20 miliardi di euro, di CB garantiti da un patrimonio destinato costituito da crediti derivanti da contratti di finanziamento nei confronti di, o garantiti da, regioni ed enti locali italiani. L'operazione venne attuata in base all'articolo 5, comma 18, del Decreto Legge 269/2003 convertito con Legge 326/2003, secondo il quale CDP «*può destinare propri beni e rapporti giuridici al soddisfacimento dei diritti dei portatori di titoli da essa emessi*». In seguito, il Consiglio di amministrazione di CDP, in data 26 ottobre 2011, procedette a deliberare la chiusura del programma in oggetto. Per quanto riguarda Intesa Sanpaolo, venne avviato nel 2009 un programma per un importo massimo di 20 miliardi di euro, con garante dei CB emessi il veicolo ISP CB Pubblico, cessionario di portafogli di titoli e crediti nei confronti del settore pubblico, originati dalla ex controllata Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo. Il programma è stato chiuso il 2 aprile 2024.

[6] Il prezzo di cessione è fissato (secondo quanto disposto dalle norme di riferimento e dalle previsioni del contratto quadro di cessione) prendendo a riferimento valori contabili determinati secondo criteri di valutazione conformi a quelli che la banca adotta nella redazione del proprio bilancio di esercizio e nell'informativa infrannuale, tenendo conto delle successive eventuali variazioni della qualità dei crediti. La società di revisione è incaricata di emettere un'apposita attestazione che confermi quanto sopra.

[7] Il prestito è subordinato nel rimborso al soddisfacimento dei diritti dei portatori delle obbligazioni bancarie garantite, delle controparti dei contratti derivati di copertura dei rischi e dei contratti accessori, nonché al pagamento degli altri costi dell'operazione, ai sensi dell'art. 7-*sexies* della Legge 130/1999. Quando vi sia la necessità di integrare il portafoglio posto a garanzia delle emissioni obbligazionarie, ad esempio a seguito della scadenza dei prestiti ceduti o della perdita dei requisiti di «alta qualità», si rende necessario erogare una nuova tranche del finanziamento subordinato, che sarà anche in tal caso oggetto di compensazione con l'obbligo di pagamento del prezzo di acquisto degli attivi da parte della società veicolo.

- la prestazione di una garanzia incondizionata e irrevocabile, nei limiti del patrimonio separato, rilasciata dall'SPV a favore dei detentori dei CB.

Le obbligazioni che sono state emesse non sono aggredibili nel caso si verifichi l'insolvenza o la risoluzione dell'emittente, non prevedendosi pertanto alcuna accelerazione automatica dei pagamenti; qualora vi sia la liquidazione coatta amministrativa o la risoluzione della banca emittente è infatti previsto che sia la società cessionaria a provvedere «*nei limiti del patrimonio separato, all'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei portatori delle obbligazioni bancarie garantite nei termini e alle condizioni originariamente convenuti*» (comma 3, articolo 7-*quaterdecies* della Legge 130/1999).

Illustrati gli aspetti essenziali dello strumento, si evidenzia che, attualmente, tutte le banche aventi sede legale nel nostro paese hanno la possibilità di emettere CB, previa autorizzazione rilasciata dalla Banca d'Italia ad avviare il relativo programma di emissione.

È utile osservare che le banche devono allegare al programma presentato all'*authority* una relazione approvata dal Consiglio di amministrazione nella quale si attesti la coerenza del programma stesso con la propensione al rischio e la soglia di tolleranza al rischio definita nel *Risk Appetite Framework* (RAF), in chiave attuale e prospettica, e il rispetto dei limiti operativi interni adottati dall'ente alla cessione di attivi idonei; inoltre deve evidenziare l'impatto generato sugli equilibri tecnico-patrimoniali dell'emittente[8].

Tali valutazioni sono preventivamente sottoposte all'organo con funzione di controllo affinché renda un parere sulla conformità dell'operazione e delle attività descritte nel programma alle previsioni normative e sull'impatto dell'attività sull'equilibrio economico-patrimoniale della banca, nonché sull'idoneità delle procedure di gestione dei rischi adottate[9].

Occorre qui osservare che, prima dell'aggiornamento n. 42 della Circolare 285/2013 in materia di CB avvenuto a seguito della promulgazione del Decreto Legislativo 190/2021, la disciplina secondaria emanata dalla Banca d'Italia stabiliva requisiti che gli enti dovevano rispettare per emettere CB, nonché limiti alla cessione degli attivi idonei.

---

[8] Nel contesto del suo processo istruttorio, secondo quanto espressamente indicato dalla Circolare 285/2013, la Banca d'Italia procede, tra l'altro, a verificare «*che le previsioni formulate con riguardo alla realizzazione del programma e ai relativi impatti sulla situazione tecnica della banca e del gruppo siano coerenti con gli obiettivi di rischio definiti dalla banca emittente (e, ove presenti, dalle altre banche cedenti) e a livello di gruppo nell'ambito del RAF*, *con particolare riguardo ai profili relativi al rischio di liquidità, attività vincolate e NPL ratio*».

[9] Vedi Banca d'Italia, Circolare 285/2013. Il parere dell'organo con funzione di controllo è specificamente previsto solo al momento della richiesta di approvazione del programma di emissione e – ma è difficilmente comprensibile - non anche in occasione delle effettive emissioni: queste ultime, tenuto anche conto che il programma è rotativo nei limiti fissati dal programma stesso, possono avvenire anche molti anni dopo il rilascio dell'autorizzazione, quando la situazione interna di quella banca, l'equilibrio economico-patrimoniale e lo scenario macroeconomico si saranno certamente modificati rispetto a quelli in essere al momento in cui il programma è stato approvato. Il monitoraggio dell'organo di controllo in occasione delle effettive emissioni, se pure non specificamente previsto con richiesta di un parere, rientra quindi nei più generali doveri di vigilanza in capo a tale organo.

Più precisamente, la disciplina originaria contenuta nel Provvedimento del 15 maggio 2007 consentiva l'emissione solo alle banche, appartenenti a un gruppo bancario, che avevano un patrimonio di vigilanza consolidato non inferiore a 500 milioni di euro e un coefficiente di solvibilità complessivo non inferiore al 9%[10]. In seguito, con il 5° aggiornamento della Circolare 285/2013 del 24 giugno 2014, venne stabilita una nuova soglia minima in base ai fondi propri (250 milioni di euro), mantenendo invece invariata quella del *total capital ratio* al 9%; successivamente, con il 23° aggiornamento della Circolare 285/2013 del 25 settembre 2018, fu previsto che, nell'eventualità che i fondi propri fossero inferiori ai 250 milioni di euro, venisse effettuata dalla Banca d'Italia una valutazione caso per caso sulla possibilità di emissione sulla base di requisiti di solidità, capacità operativa e organizzazione. Parallelamente ai requisiti di cui sopra, funzionali a delimitare il perimetro degli enti che potevano procedere alle emissioni, erano anche previsti limiti quantitativi agli importi di attivi vincolabili a garanzia dei CB emessi, limiti definiti in funzione dei coefficienti patrimoniali che la banca presentava[11].

I vincoli all'emissione e i limiti alla cessione all'SPV di attivi idonei testimoniano in modo chiaro la particolare cautela che la Banca d'Italia richiedeva alle banche per realizzare emissioni di CB, consentendo tali operazioni solo in condizioni di adeguatezza patrimoniale[12] e fissando, per le banche che risultavano meno capitalizzate, vincoli alla cessione degli *asset*, in modo tale da limitare la quota degli attivi di elevata qualità ceduti che avrebbe aumentato il rischio implicito in capo agli altri creditori.

Tornando ora all'esame dei principali aspetti della disciplina italiana attualmente in vigore, per quanto di maggiore interesse in queste note, si osserva che, per incrementare il livello di tutela degli investitori in CB, sono stabiliti requisiti di copertura, di liquidità, di *overcollateralization* e, con riferimento ai prestiti ipotecari, di *loan to value* che le banche devono rispettare quando realizzano emissioni di obbligazioni garantite e poi devono mantenere per tutta la durata delle stesse: nel caso

[10] Nel caso di banche che non erano parte di un gruppo bancario, i requisiti si riferivano al patrimonio di vigilanza e al coefficiente patrimoniale complessivo individuali.

[11] Sia con il Provvedimento del 15 maggio 2007, sia con il 5° aggiornamento della Circolare 285/2013, furono individuate tre fasce patrimoniali (graduate prima in funzione del coefficiente patrimoniale complessivo e del *Tier 1 ratio* e, successivamente, del *Tier 1 ratio* e del *Common Equity Tier 1 Ratio*), con limiti di cessione di crediti idonei espressi in percentuale del totale degli attivi idonei della banca. La logica sottostante era quella di limitare la cessione di *asset* di elevata qualità creditizia qualora la banca non presentasse determinati valori minimi dei suoi coefficienti patrimoniali. Attualmente, pur non essendovi vincoli regolamentari, le banche, di regola, fissano sulla base di *policy* interne dei limiti all'indicatore denominato *OBG loans encumbrance ratio*, espresso proprio come rapporto tra totale crediti idonei impegnati e totale crediti idonei.

[12] Sui requisiti che erano stabiliti per le banche emittenti, appare significativo quanto indicato nel Provvedimento del 15 maggio 2007, ove è precisato che banche emittenti «*devono essere dotate di elevata patrimonializzazione in considerazione delle specifiche caratteristiche del mercato dei covered bonds e dell'esigenza di tutelare i creditori diversi dai portatori delle obbligazioni garantite, la cui garanzia patrimoniale è attenuata per effetto della cessione di attivi bancari di elevata qualità*». I requisiti parametrati al patrimonio che vennero stabiliti risultavano «*coerenti con le connotazioni fondamentali del mercato europeo dei covered bonds, dominato da emittenti bancari di grandi dimensioni ed elevata capitalizzazione e caratterizzato da emissioni di notevole ammontare*» (Albamonte, 2007).

di mancato rispetto di tali vincoli nel corso della vita delle obbligazioni, si renderà necessario per la banca procedere alla cessione all'SPV di ulteriori attivi idonei per colmare i deficit.

Relativamente ai requisiti di copertura, le banche accertano periodicamente che il valore nominale complessivo degli *asset* del patrimonio separato sia almeno pari al valore nominale dei CB emessi (*nominal value test*), che il valore attuale netto delle attività al netto dei costi sia almeno pari a quello dei CB (*net present value test*) e, infine, che gli interessi e gli altri proventi generati dagli attivi ceduti coprano gli interessi passivi e i costi riferibili alle obbligazioni (*interest coverage test*).

In aggiunta, all'interno del patrimonio separato deve essere presente una riserva di liquidità finalizzata a coprire i deflussi netti nell'arco di 180 giorni connessi ai CB con strumenti altamente liquidi. Tale vincolo è volto a evitare che si verifichino situazioni di carenze di liquidità che possano compromettere la capacità di onorare gli impegni assunti verso gli obbligazionisti.

In merito all'*overcollateralization*, inteso come il maggior valore nominale del *cover pool* rispetto al valore nominale delle obbligazioni emesse, deve essere almeno pari al 5% se si vuole beneficiare del trattamento preferenziale, per gli investitori soggetti a vigilanza prudenziale, ai fini della disciplina sul rischio di credito per le esposizioni in CB previsto dall'articolo 129 del Regolamento (UE) 575/2013 (*Capital Requirements Regulation* - CRR)[13]. Si deve evidenziare che, nelle emissioni degli anni scorsi, l'eccesso di garanzia è stato peraltro fissato contrattualmente dalle banche italiane su livelli ampiamenti superiori al 5% al fine principale di riuscire ad ottenere un giudizio migliore dalle agenzie di rating, le quali prestano particolare attenzione a tale aspetto nell'ambito delle loro analisi (Banca d'Italia, 2023a).

L'articolo 129 della CRR prevede che si debbano rispettare anche limiti massimi di *loan to value* - espressi dal rapporto tra l'importo del finanziamento erogato e il valore dell'immobile oggetto di ipoteca - riferiti ai prestiti ipotecari oggetto di cessione ai fini dell'emissione di CB: i limiti sono pari all'80% del valore dell'immobile residenziale e al 60% del valore dell'immobile non residenziale (con possibilità, sotto alcune condizioni, di aumentare tale ultimo livello fino al 70%).

Il rispetto congiunto di tutte le condizioni stabilite dall'articolo 129 della CRR consente alla banca di emettere i CB utilizzando il marchio «*obbligazione garantita europea* (*premium*)». Si rileva che risulta anche possibile emettere CB non conformi ai requisiti dell'articolo in oggetto: a tali strumenti viene attribuito il marchio «*obbligazione garantita europea*»[14].

---

[13] Più precisamente, l'articolo 129 della CRR disciplina le condizioni necessarie per attribuire un trattamento preferenziale per le ponderazioni del rischio di credito ai fini del calcolo dei *Risk Weigthed Asset* (RWA) che derivano da esposizioni in CB rispetto a quanto previsto per i titoli di debito non garantito.

[14] Così come precisato nel considerando n. 37 della Direttiva (UE) 2019/2062, il marchio «*obbligazione garantita europea (premium)*» evidenzia pertanto che sono soddisfatti determinati requisiti supplementari, garantendo una qualità più elevata dello strumento. La duplice presenza dei marchi «*obbligazione garantita europea*» e «*obbligazione garantita europea (premium)*» è perciò finalizzata ad agevolare la valutazione della qualità dei CB da parte degli investitori.

A completamento della breve panoramica qui proposta volta a riassumere i principali tratti normativi in materia di CB, occorre infine osservare quanto segue:

- il grado di sicurezza per gli investitori è ulteriormente incrementato dalla circostanza che i CB sono esclusi dalla disciplina del *bail-in* (articolo 49, comma 1, del Decreto Legislativo 180/2015), non potendo quindi essere svalutati o convertiti in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in difficoltà. Tuttavia, va anche segnalato, nella prospettiva delle banche emittenti, che i CB non rientrano tra le c.d. passività «*MREL-eligible*»: infatti l'articolo 72 bis, comma 2, della CRR individua anche le passività garantite tra le *liability* escluse ai fini del computo del coefficiente MREL;
- secondo le norme stabilite dal Regolamento delegato (UE) 61/2015 della Commissione, i CB detenuti dalle banche emessi da altri intermediari sono considerati – nei limiti e alle condizioni precisate - *High Quality Liquid Assets* (HQLA) al numeratore del *Liquidity Coverage Ratio* (LCR)[15]. Non sono invece compresi nelle HQLA i CB *retained*[16];
- i CB, anche auto-detenuti, rientrano tra gli *eligible asset* accettati come garanzie nelle operazioni di prestito che intercorrono tra le banche e le Banche Centrali, aumentando pertanto la c.d. *counterbalancing capacity*[17].

Emergono la complessità della strutturazione di un programma di emissione, con il necessario coinvolgimento di numerosi soggetti terzi[18] nonché delle diverse strutture (crediti, finanza, *risk management*, legale e *investor relation*) e delle funzioni di *internal audit* e di *compliance* della

[15] Si tenga conto che «*the existing EU bank prudential regulation remains extremely friendly towards covered bonds and this is reflected in the fact that banks represent the largest covered bond investor class in terms of market share. In particular, LCR eligibility is considered the key covered bond market driver and a crucial factor for banks' investments in covered bonds*» (European Banking Authority, 2016).

[16] I CB *retained* producono effetti sul LCR dell'emittente quando siano utilizzati come collaterali per operazioni di rifinanziamento con la BCE o con altre banche. Con riferimento al calcolo del *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), secondo quanto previsto dal Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo e del Consiglio, le emissioni sul mercato di CB e le operazioni di rifinanziamento (ad esempio in pronti contro termine con scadenza superiore all'anno) concorrono, secondo determinati fattori di ponderazione fissati in considerazione della tipologia, controparte e durata residua del prodotto, alla determinazione dell'*Available Stable Funding* (ASF), ovvero il numeratore del NSFR, mentre le quote dei mutui che risultano impegnati determinano, sempre sulla base di certi fattori di ponderazione definiti a seconda della durata dell'impegno e scadenza del mutuo, il *Required Stable Funding* (RSF), ovvero il denominatore del NSFR.

[17] In proposito si legga quanto segue: «*Own-use collateral (consisting of both own-use covered bonds and retained ABSs) represents a very substantial amount of the assets mobilised as collateral with the Eurosystem*» (Adler et al., 2023).

[18] Il processo di strutturazione e gestione di un programma di emissione di CB presenta rilevanti complessità (e costi) e prevede l'intervento di diversi soggetti incaricati dalla banca emittente: il *Lead manager*, che d'intesa con l'emittente stabilisce i termini dell'offerta (ammontare, tempistica, prezzo) e assume di regola anche la qualifica di *Bookrunner*, l'*Arranger*, quando questo ruolo non sia svolto dallo stesso *Lead manager*; le Agenzie di rating, che rilasciano la valutazione di affidabilità creditizia degli strumenti emessi; un soggetto terzo eventualmente incaricato della *Due Diligence*, a beneficio del *Lead Manager* e degli altri intermediari coinvolti, finalizzata all'attività di *closing*; l'*Asset monitor*, una Società di revisione indipendente (diversa da quella incaricata del controllo contabile), per la verifica della regolarità dell'operazione, dell'integrità della garanzia, da riscontrare per il tramite dei test normativi e contrattuali, e dell'informativa resa agli investitori secondo i termini della normativa vigente; il *Listing Agent* per la quotazione in Borsa.

banca[19], così come i molteplici aspetti ed effetti che vanno considerati prima di assumere la decisione di ricorrere ai CB.

Esplicitata, seppur sinteticamente e senza alcuna pretesa di esaustività, la disciplina concernente i CB, nel paragrafo che segue si esporranno alcuni dati riguardanti le emissioni di obbligazioni bancarie garantite da parte degli istituti bancari del nostro paese a partire dalla loro introduzione nel nostro Ordinamento fino al 31 dicembre 2024, con l'intento di trarre indicazioni sulla rilevanza di queste emissioni nell'ambito delle complessive scelte di *funding* e informazioni sulle principali caratteristiche delle emissioni effettuate nell'arco temporale preso in esame.

3. Alcune evidenze relative alle emissioni dei *Covered Bond* in Italia

La considerazione del periodo 2005-2024 permette di ottenere evidenze sull'utilizzo dei CB in un ampio intervallo contraddistinto dall'avvicendarsi di differenti scenari di mercato, con momenti in cui per le banche europee la liquidità appariva facilmente ottenibile e a costi molto bassi e altri in cui il reperimento del *funding* risultava invece meno agevole e notevolmente oneroso.

Per avere un primo riferimento di quale sia stata la rilevanza dei CB come canale di approvvigionamento di liquidità per le banche italiane nel periodo appena indicato, il dato più immediato a cui riferirsi è rappresentato dalle relative consistenze a fine anno. Nella Figura n. 1 si riporta quindi l'evoluzione dei debiti residui su emissioni di CB delle banche italiane posti a confronto con quelli relativi ad alcuni sistemi bancari europei considerati a titolo esemplificativo (Spagna, Germania, Francia e Danimarca). Emerge chiaramente che, nel corso degli anni, i debiti residui dei CB delle banche italiane si sono mantenuti ben al di sotto di quelli concernenti altri *player* europei, attestandosi sempre su valori ampiamente inferiori ai 200 miliardi di euro e senza oscillazioni particolarmente pronunciate a partire dal 2012 in poi[20]. È utile rimarcare che i *cover pool* sottostanti alle emissioni di CB da parte di emittenti italiani sono stati alimentati di fatto esclusivamente da mutui ipotecari.

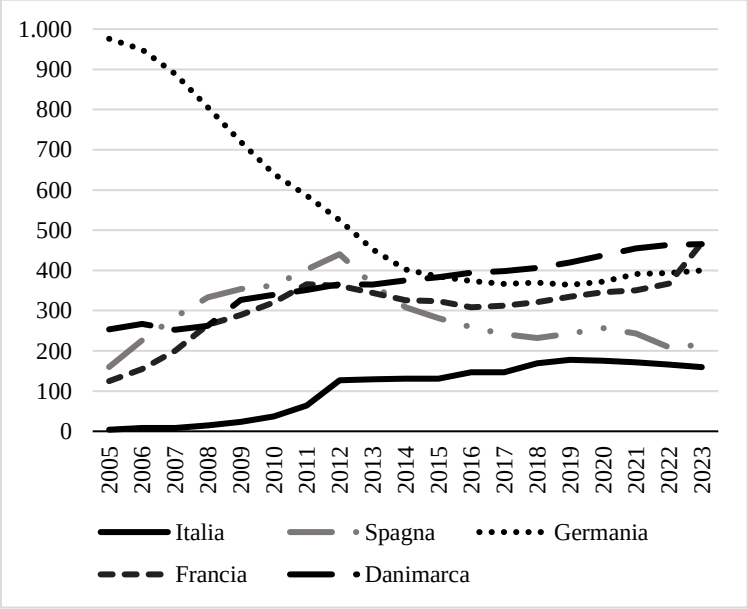
Al fine di avere un'indicazione di massima del peso che hanno le obbligazioni garantite come fonte di finanziamento delle banche italiane, si possono rapportare gli *outstanding* dei CB, a cui si è fatto sopra riferimento, al totale delle passività finanziarie che caratterizzava le banche italiane nello stesso

[19] Per quanto concerne le strutture interne alla banca, si comprende che la strutturazione e la gestione del programma impegna, oltre ovviamente agli organi amministrativo, di controllo e di gestione, numerosi Direzioni e Uffici. Si evidenzia in particolare il ruolo del *Chief Risk Officer* (CRO), per una valutazione preliminare dei rischi, la verifica della qualità degli attivi ceduti a garanzia, lo svolgimento di test richiesti dalla normativa o dai contratti di riferimento, la valutazione dell'adeguatezza di eventuali contratti derivati a copertura di rischi finanziari, il costante supporto ai soggetti coinvolti nell'operazione, e quant'altro necessario per assicurare un adeguato presidio dell'insieme dei rischi inerenti al complessivo processo.

[20] L'importo più elevato è stato pari a 177,65 miliardi di euro nell'anno 2019.

periodo 2005-2023[21]: dal calcolo di tale rapporto emergono valori inferiori all'1% dal 2005 al 2009, una tendenziale costante crescita negli anni successivi, raggiungendo un'incidenza percentuale massima del 6,85% nell'anno 2019, con infine una leggera flessione negli anni seguenti[22] fino ad arrivare al 5,81% nell'anno 2023. Anche le percentuali in parola, così come i valori assoluti delle consistenze in precedenza indicati, evidenziano che i CB sono stati finora una forma di provvista utilizzata in modo complessivamente limitato da parte delle banche del nostro paese[23].

Figura n. 1: *Outstanding* dal 2005 al 2023 (valori in miliardi di euro)



Fonte: European Covered Bond Council (2014, 2024)

Ancora con riferimento agli *outstanding* dei CB delle banche italiane, appare utile soffermarsi sulla loro suddivisione tra i c.d. «*public placements*» e i «*private placements*». Il dato, disponibile solo a partire dal 2012, evidenzia che risultano decisamente predominanti i *private placement*, ma nella rilevazione sono ricompresi anche i CB *retained* per essere utilizzati come collaterali in operazioni di

[21] Il totale delle passività finanziarie è stato ripreso dalle Appendici alle Relazioni annuali della Banca d'Italia dall'anno 2005 all'anno 2023. Nel momento in cui scrive non è stato ancora pubblicato il dato riferito all'anno 2024.

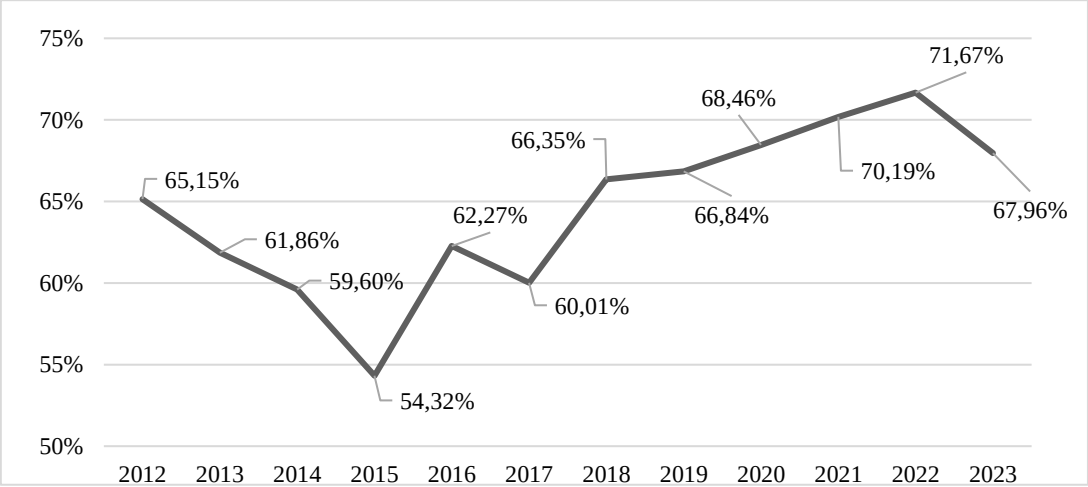
[22] Il rallentamento è attribuito al ritardo con cui la normativa italiana in materia di CB ha recepito la Direttiva (UE) 2019/2162. Le emissioni si sono quindi interrotte da giugno 2022, ultima emissione da parte di Mediobanca, fino a giugno dell'anno successivo con una emissione di UniCredit.

[23] Osservando la Figura n. 1, una possibile spiegazione del rilevante calo degli *outstanding* delle banche tedesche è offerta da Packer et al. (2007): *«… 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 direttamente nel mercato obbligazionario, scavalcando le banche emittenti di Pfandbriefe* (covered bond n.d.a.) *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*».

finanziamento[24], i quali di fatto rappresentano la quota dominante. I *private placement* effettivi, o in senso stretto, vale a dire relativi a emissioni collocate presso un numero limitato di destinatari, sono una categoria molto residuale dei CB di emittenti italiani.

Si osserva inoltre che i collocamenti sul mercato hanno un'incidenza inferiore sul totale delle emissioni. La Figura n. 2 riporta l'evoluzione che ha caratterizzato i rapporti tra le consistenze concernenti i *CB retained e private placements* in senso stretto e i totali delle consistenze, mettendo in evidenza percentuali che oscillano da un minimo del 54,32% nel 2015 a un massimo del 71,67% nel 2022.

Figura n. 2 – Incidenza degli *outstandings dei CB retained e private placements* in senso stretto rispetto al totale *outstanding* per le banche italiane (valori percentuali)



Fonte: Nostre elaborazioni da European Covered Bond Council (2014, 2024)

Un approfondimento ulteriore sulle modalità di utilizzo dei CB può essere svolto osservando la Figura n. 3, nella quale si riporta, con riferimento al periodo 2009-2023, il peso che, per i due principali gruppi italiani (Intesa Sanpaolo e UniCredit[25]), hanno avuto le obbligazioni *retained* rispetto alle consistenze totali di CB alla fine di ciascun anno[26]. Si può notare che, per quanto riguarda Intesa Sanpaolo, l'incidenza è risultata sempre superiore al 50% nell'arco temporale considerato; con riferimento a UniCredit si osserva un'incidenza delle emissioni *retained* tendenzialmente minore, ma comunque sempre su valori elevati e, per la maggior parte degli anni presi in esame, anch'essa maggiore del 50%. Queste evidenze mostrano quindi che i CB auto-sottoscritti con finalità di creare collaterali sono risultati predominanti rispetto a quelli collocati sui mercati domestici e internazionali,

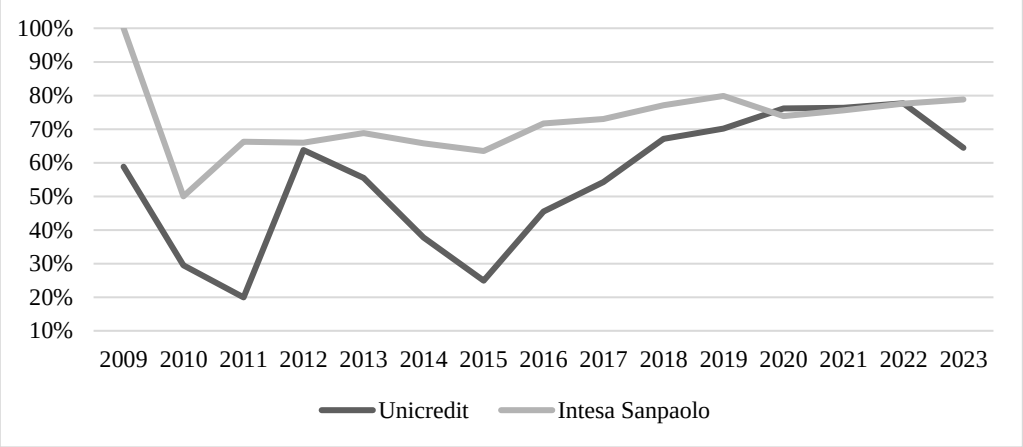
[24] Si precisa che, nelle fonti consultate, non risultano indicate distintamente le consistenze dei CB *retained* rispetto al totale dell'aggregato definito genericamente *private placement*.

[25] A fine 2023 le consistenze di CB di Intesa Sanpaolo erano pari a 68,95 miliardi di euro (di cui 54,35 ritenuti all'interno del gruppo). Alla stessa data gli *outstanding* di UniCredit erano pari a 17,86 miliardi di euro (di cui 11,5 autodetenuti).

[26] Per completezza, si rileva che UniCredit aveva consistenze di CB anche nell'anno 2008 pari a 5 miliardi di euro (totalmente autodetenuti).

testimoniando come si sia fatto ricorso allo strumento prevalentemente allo scopo di disporre di una garanzia da utilizzare in seguito nel mercato interbancario, più che per raccogliere direttamente liquidità attraverso l'emissione di titoli[27].

Figura n. 3 – Incidenza degli *outstanding – retained* rispetto al totale *outstanding* di Intesa Sanpaolo e UniCredit (valori percentuali)



Fonte: Note Integrative (Parti E) dei bilanci consolidati di Intesa Sanpaolo e UniCredit, anni vari

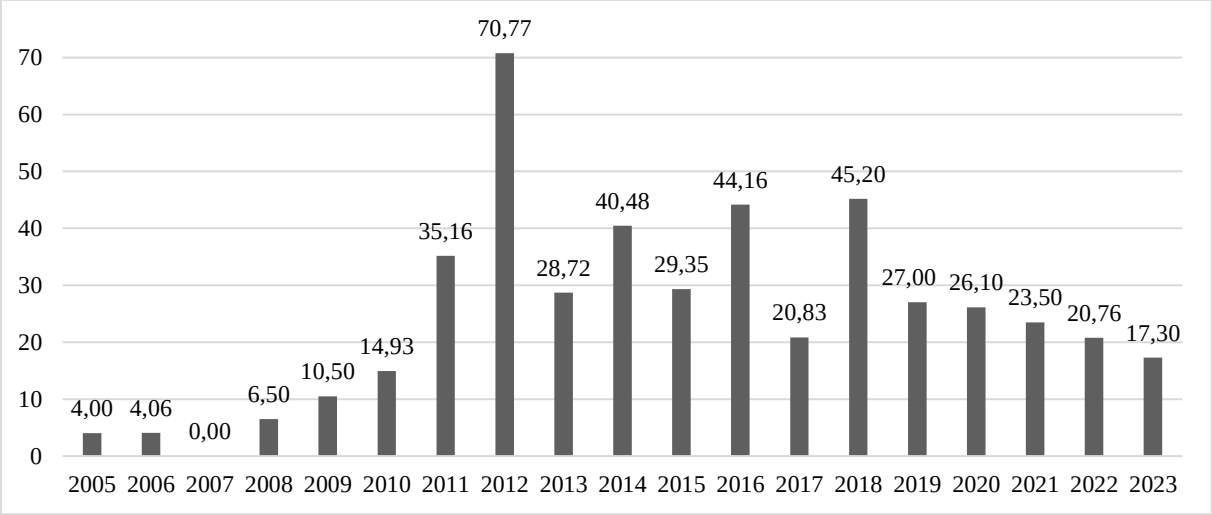
Anche dai dati sulle emissioni annuali di CB da parte delle banche italiane possono trarsi alcuni spunti di riflessione. Come emerge dalla Figura n. 4, gli anni in cui si è verificato un maggior tasso di crescita delle emissioni rispetto all'anno precedente sono il 2011 e il 2018 (rispettivamente + 135,58% e + 116,99%); in termini assoluti, i valori maggiori si hanno nel 2012 (70,77 miliardi di euro) e nel 2018 (45,20 miliardi di euro). Va precisato che il biennio 2011-2012 e l'anno 2018 furono contraddistinti da particolari tensioni sul debito sovrano italiano, con il raggiungimento dei più alti valori del differenziale tra il rendimento del Btp decennale e il Bund tedesco. Ciò causò per le banche italiane difficoltà nella raccolta obbligazionaria all'ingrosso, rendendo più difficili e costose le emissioni sui mercati internazionali di titoli di debito subordinati. Queste condizioni di volatilità presenti sul mercato della raccolta hanno stimolato le banche a ricorrere in misura più intensa ai CB, soprattutto in virtù della possibilità di utilizzare gli strumenti cartolarizzati[28] quale collaterale nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema (Banca d'Italia, 2012).

[27] Sull'utilizzo dei CB per la creazione di collaterali, si legga la seguente affermazione: «… *particularly in 2011 and 2012, i.e. the two years of LTRO drawings, the use of retained covered bonds for ECB collateral purposes has been relatively high. However, also in the past number of years Eurozone banks have continued to widely use their own covered bonds as collateral against borrowings under the ECB's TLTROs. We estimate that at the end of May 2018, Eurozone banks still had roughly €340bn in retained covered bond debt outstanding. Spanish and Italian issuers have the largest sums of retained covered bond debt outstanding […], which can be explained by their heavier (T)LTRO drawings*» (Schuller, 2018, p. 69).

[28] Si precisa che nella categoria degli strumenti cartolarizzati rientrano, oltre ai CB, anche i titoli emessi da società veicolo in relazione a operazioni di *securitization*.

Si deve anche osservare che nell'anno 2011 il *funding gap* delle banche italiane raggiunse il suo picco, con valori positivi (eccedenza di impieghi rispetto alla provvista al dettaglio[29]) superiori ai 300 miliardi di euro. In seguito, iniziò un processo di costante riduzione, che portò la grandezza in oggetto ad assumere nel 2019 per la prima volta valori negativi: successivamente l'incremento del gap negativo continuò in modo rapido e intenso, fino ad arrivare a fine 2023 a un'eccedenza di oltre 200 miliardi della raccolta al dettaglio rispetto ai crediti erogati a residenti (Banca d'Italia, 2018 e 2024). Anche la dinamica del *funding gap* ha influenzato la maggiore o minore necessità di raccogliere risorse con forme di provvista diverse dalla raccolta *retail* e perciò anche tramite le obbligazioni bancarie garantite.

Figura n. 4 – Emissioni di *Covered Bond* delle banche italiane dal 2005 al 2023 (valori in miliardi di euro)



Fonte: European Covered Bond Council (2014, 2024)

In merito agli emittenti che hanno deciso di finanziarsi tramite CB, dopo che nei primi tre anni dall'introduzione nell'ordinamento italiano degli strumenti in oggetto[30] vi furono emissioni solo di un unico soggetto (Cassa Depositi e Prestiti), a partire dal 2008 fino al 2012 si è registrata una crescita del numero di istituti che hanno deciso di finanziarsi ricorrendo alle obbligazioni bancarie garantite. Dopo il 2012, anno nel quale il numero complessivo di emittenti raggiunse le 14 unità, si è verificata una sostanziale stabilità, con il maggior numero di enti autorizzati all'emissione che è stato raggiunto nell'ultimo biennio 2023-24 (15 soggetti). A fine 2024, nella «*Lista dei programmi di obbligazioni*

[29] Si considera qui la definizione di *funding gap* riportata nelle Relazioni annuali della Banca d'Italia, ovvero la differenza tra i prestiti ai residenti e la raccolta al dettaglio (quest'ultima espressa come somma tra depositi da residenti e obbligazioni collocate presso le famiglie).
[30] Vedi nota n. 3.

garantite europee autorizzati» della Banca d'Italia[31] risultavano indicati i seguenti istituti: Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banco BPM, Iccrea, Banca Popolare di Sondrio, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena, BPER Banca, Credito Emiliano, Credit Agricole Italia, Banca Sella, Banco di Desio e della Brianza, Banca Popolare dell'Alto Adige, Banca Nazionale del Lavoro e Cassa di Risparmio di Bolzano[32].

Basandosi sui dati forniti dal *Covered Bond Label*, sempre alla data del 31 dicembre 2024[33], risultavano in totale 135 emissioni di CB di banche italiane non ancora giunte a scadenza, tutte denominate in euro: di queste, 84 sono a tasso fisso e 51 a tasso variabile. Nel solo anno 2024 sono state realizzate 24 emissioni (18 a tasso fisso e 6 a tasso variabile), aventi una durata compresa tra un minimo di 4 anni e 4 mesi e un massimo di 15 anni e un valore nominale tra un minimo di 77 milioni di euro a un massimo di 1,7 miliardi di euro[34].

Sempre in tema di caratteristiche dei CB, va segnalato che, a partire dal 2021, hanno cominciato anche nel nostro paese ad essere realizzate emissioni di tipo *green* e *social*, così definite in quanto i relativi proventi raccolti devono essere utilizzati per finanziare e/o rifinanziare attività con favorevole impatto ambientale e sociale. Trattasi di un fenomeno ad oggi ancora di portata ridotta[35], ma che dovrà essere attentamente monitorato negli anni a venire per verificare se emissioni di questo tipo troveranno diffusione su più larga scala.

Si vuole infine sottolineare il notevole apprezzamento mostrato in tempi recenti dagli investitori istituzionali nei confronti delle emissioni di CB collocate sul mercato da parte delle banche italiane. Ciò emerge chiaramente da un'analisi effettuata considerando le operazioni realizzate nel periodo 2022-24 per le quali gli istituti del nostro paese hanno fornito una specifica informativa in merito alla domanda ricevuta[36]. Da tale indagine, si è infatti potuto constatare una generalizzata presenza di ordini per importi maggiori rispetto a quelli in emissione: ciò ha consentito alle banche di fissare il tasso di interesse finale da corrispondere ai sottoscrittori su livelli inferiori rispetto alle indicazioni di rendimento fornite all'inizio del collocamento (c.d. *guidance*). In taluni casi, il tasso riconosciuto ai sottoscrittori dei CB è stato fissato al di sotto del rendimento che, nello stesso momento, veniva

[31] La lista è stata ripresa dal sito www.bancaditalia.it (consultato in data 31 dicembre 2024).
[32] I 21 programmi complessivi degli emittenti indicati nel testo sono tutti di tipo *premium*.
[33] I dati concernenti il 2024 sono ripresi dal sito www.coveredbondlabel.com (consultato in data 31 dicembre 2024). Si precisa che, in tale fonte, non sono peraltro registrate le emissioni di CB effettuate da BPER Banca e Banca Nazionale del Lavoro.
[34] L'importo totale delle emissioni per l'anno 2024 riportato nella fonte consultata è stato pari a 17,077 miliardi di euro.
[35] Al 1° gennaio 2025, risultano essere state effettuate 4 emissioni *green* (di cui 2 di Credit Agricole Italia, 1 di Banco BPM e 1 di Banca Popolare dell'Alto Adige) e 2 emissioni *social* (1 di Credito Emiliano e 1 di Monte dei Paschi di Siena).
[36] Più nel dettaglio, sotto il profilo metodologico si sono considerati i 15 emittenti di CB alla data del 31 dicembre 2024 risultanti dalla Lista dei programmi autorizzati della Banca d'Italia precedentemente citata nel testo. Per questi 15 emittenti, si sono esaminati tutti i comunicati stampa riportati nei loro siti web dal 1° gennaio 2022 al 31 dicembre 2024, procedendo a selezionare e analizzare quelli riguardanti specificamente le emissioni di CB. Con tale modus operandi, sono state perciò considerate 29 emissioni nel periodo in oggetto.

quotato dai Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) aventi durata analoga a quella delle obbligazioni emesse[37]. In aggiunta si evidenzia che le obbligazioni sono state sottoscritte da differenti investitori, quali altre banche, Banche Centrali, fondi di investimento, imprese di assicurazione e fondi pensione, *asset manager* in generale: per la gran parte delle emissioni considerate, i CB sono stati prevalentemente sottoscritti da investitori esteri. In definitiva, è quindi emersa una domanda ampia, diversificata e di respiro internazionale che ha consentito alle banche italiane di portare a compimento con successo le emissioni programmate, conseguendo altresì rilevanti benefici in termini di riduzione del costo della raccolta. Nella Tabella n. 1 sono riportate le principali informazioni desumibili dalla documentazione che è stata oggetto di analisi.

[37] Così risulta dichiarato nei comunicati stampa di Credit Agricole Italia del 12 gennaio 2022, del 10 gennaio 2024 e del 4 marzo 2024, di Iccrea del 29 maggio 2024 e di Credito Emiliano del 24 maggio 2022.

Tabella n. 1 – Principale informativa contenuta nei comunicati stampa delle banche italiane riguardanti l'emissione di *Covered Bond* nel periodo 2022-24

Data Comunicato Stampa	**Emittente**	**Informazioni principali**	**Data Comunicato Stampa**	**Emittente**	**Informazioni principali**
05/09/2024	Banca Sella	Importo: 400 mln di euro - Cedola annua: 3% - Scadenza: giugno 2029 - Investitori: 51% Italia e 49% altri Paesi.	08/01/2024	Mediobanca	Importo: 750 mln di euro - Ordini fino a 1,4 mld di euro - Cedola annua: 3,25% - Scadenza: 5 anni - Investitori: 70% esteri.
03/09/2024	Banco di Desio e della Brianza	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 850 mln di euro - Cedola annua: 3% - Scadenza: 5 anni - Investitori: Italia (53%), DACH (22%), Paesi Nordici (12%), Benelux (8%), Spagna (3%), altri (2%) - Banche private (72%), fondi e asset manager (19%), assicurazioni (5%), Official Institution (4%).	21/11/2023	BPER	Importo: 750 mln di euro - Ordini oltre il doppio dell'ammontare emesso (da parte di circa 70 investitori) - Cedola annua: 3,750% - Scadenza: 5 anni - Investitori: Italia (41%), Germania e Austria (21%), Paesi Nordici (17%), Benelux (8%), Regno Unito e Irlanda (8%), Francia (2%) - Banche (40%), fondi (34%) e istituzioni (25%).
28/08/2024	Mediobanca	Importo: 750 mln di euro - Cedola annua: 3% - Scadenza: 7 anni - Investitori: Italia (24%), altri Paesi (76%, di cui Paesi Nordici 24% e Germania 20%).	31/10/2023	Iccrea	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 700 mln di euro (da più di 40 investitori) - Cedola annua: 4% - Scadenza: 4 anni - Investitori: Italia (22%), Paesi Nordici (29%), Germania-Austria-Svizzera (23%), Regno Unito (10%), Spagna (9%), Asia (4%), Benelux (3%) - Fondi (52%), banche (34%), istituzioni e Banche Centrali (10%), assicurazioni e fondi pensione (2%), altri investitori (2%).
27/08/2024	BPER	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 1,9 mld di euro (da parte di 68 investitori) - Cedola annua: 2,875% - Scadenza: 5 anni - Investitori: Italia (31%), Germania, Austria e Svizzera (15%), Danimarca (15%), Benelux (13%), Regno Unito (12%), Spagna (5%), Francia (4%) - Fondi d'investimento (43%), banche (42%), istituzioni (8%), assicurazioni (5%).	17/10/2023	Banca Popolare di Sondrio	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 770 mln di euro - Cedola annua: 4,125% - Scadenza: 5 anni - Investitori: prevalenza di soggetti istituzionali esteri (circa 52%) rispetto a quelli italiani.
09/07/2024	MPS	Importo: 750 mln di euro - Ordini superiori a 1,2 mld di euro - Cedola annua: 3,375% - Scadenza: 6 anni - Investitori: Italia (36%), Regno Unito (29%), altri Paesi europei (35%).	11/09/2023	Banco BPM	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 900 mln di euro - Cedola annua: 3,875% - Scadenza: 3 anni - Investitori: Italia (23%), Germania (24%), Paesi Nordici (23%), Regno Unito e Irlanda (20%), Francia (4%), Spagna (2%) e altri (4%) - Asset manager (60%), banche (26%).

29/05/2024	Iccrea	Importo: 750 mln di euro - Ordini superiori a 2 mld di euro - Cedola annua: 3,5% - Scadenza: 10 anni - Investitori: Italia (15%), Germania, Austria e Svizzera (31%), Regno Unito e Irlanda (22%), Paesi Nordici (14%), Paesi Iberici (7%), Benelux (4%), Asia (4%), Francia (3%) - Fondi (45%), banche (38%), istituzioni e Banche Centrali (11%), assicurazioni e fondi pensione (3%), altri investitori (3%).	05/09/2023	Banco di Desio e della Brianza	Importo: 400 mln di euro - Ordini superiori a 900 mln di euro (da parte di circa 50 investitori istituzionali) - Cedola annua: 4% - Scadenza: 4,5 anni - Investitori: Italia (41%), UK e Irlanda (19%), Paesi Nordici (17%), Germania e Austria (10%), Benelux (6%), altri (7%) - Banche e banche private (56%), fondi e asset manager (36%), istituzioni e Banche Centrali (7%), assicurazioni (1%).
21/05/2024	Banco BPM	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 1,6 mld di euro - Cedola annua: 3,25% - Scadenza: 7 anni - Investitori: Italia (26%), Regno Unito e Irlanda (24%), Danimarca (14%), Germania (13%), Spagna (7%), Olanda (6%), Francia (3%), altri Paesi (7%) - Fondi/asset manager (46%), banche (44%).	04/07/2023	Iccrea	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori ai 750 mln di euro - Cedola annua: 3,875% - Scadenza: 5,5 anni - Investitori: Italia (55%), Germania-Austria (20%), Benelux (9%), Paesi Nordici (6%), Francia (4%), Iberia (2%), altri (4%) - Banche (69%), Banche Centrali e istituzioni (16%), fondi (14%) e altri (1%).
16/04/2024	MPS	Importo: 750 mln di euro - Ordini superiori a 2,3 mld di euro - Cedola annua: 3,5% - Scadenza: 5 anni - Investitori (circa 60): Italia (20%), UK e Irlanda (47%), altri Paesi europei (22%).	20/06/2023	Banco BPM	Importo: 750 mln di euro - Ordini per 1,3 mld di euro - Cedola annua: 3,75% - Scadenza: 5 anni - Investitori: Italia (47%), Germania, Austria e Svizzera (20%), Paesi Nordici (14%), Benelux (11%) e Regno Unito (6%).
14/03/2024	BPER	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 4,6 mld di euro (da parte di 139 investitori) - Cedola annua: 3,25% - Scadenza: 7 anni - Investitori: Italia (29%), Regno Unito e Irlanda (27%), Germania e Austria (17%), Paesi Nordici (14%), Benelux (4%) e Francia (3%) - Fondi di investimento (45%), banche (31%) e istituzioni (18%).	07/06/2023	Credit Agricole Italia	Importo: 1 mld di euro - Ordini per 1,3 mld di euro (50 ordini) - Cedola annua: 3,5% - Scadenza: 6,5 anni.
04/03/2024	Credit Agricole Italia	Importo: 1 mld di euro - Ordini pari a 4,6 mld di euro - Cedola annua: 3,5% - Scadenza: 12 anni - Domanda «quasi interamente composta da investitori internazionali».	06/06/2023	UniCredit	Dual tranche per un importo complessivo di 3 mld di euro - Ordini per oltre 4,8 mld di euro (da parte di circa 200 investitori) - Cedola annua: prima tranche 3,375% e seconda tranche 3,5% - Scadenza: prima tranche 3,5 anni e seconda tranche 7 anni - Investitori prima tranche: Italia (25%), Germania/Austria (28%), Spagna/Portogallo (15%), Paesi Nordici (11%), Francia (7%), Regno Unito (5%) e Benelux (4%) - Banche private (53%), fondi (31%) e istituzioni e banche centrali (14%) - Investitori seconda tranche: Italia (30%), Germania e Austria (23%), Benelux (13%), Paesi Nordici (13%), Francia (8%), Spagna/Portogallo (8%) e Regno Unito (4%) - Banche private (62%), fondi (28%) istituzioni e Banche Centrali (7%) e assicurazioni (2%).

28/02/2024	Iccrea	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 5 mld di euro (circa 140 investitori) - Cedola annua: 3,5% - Scadenza: 8 anni - Investitori: Italia (31%), Regno Unito e Irlanda (20%), Germania e Austria (17%), Paesi Nordici (10%), Paesi Iberici (9%), Francia (5%), Asia (3%) e altro (5%) - Banche (46%), fondi (41%) e istituzioni e Banche Centrali (12%).	23/06/2022	Mediobanca	Importo: 500 mln di euro - Ordini fino a 570 mln di euro - Rendimento: 2,411% - Scadenza: 5 anni.
17/01/2024	Banco BPM	Importo: 750 mln di euro - Ordini superiori a 1,5 mld di euro - Cedola annua: 3,375% - Scadenza: 6 anni - Investitori: Italia (27%), Germania e Austria (36%), Regno Unito e Irlanda (15%), Paesi Nordici (10%), Francia (4%), Spagna (4%), Benelux (4%) - Fondi/asset manager (47%), banche (38%).	24/05/2022	Credito Emiliano	Importo: 500 mln di euro - Ordini superiori a 500 mln di euro - Cedola annua: 1,75% - Scadenza: 7 anni - Investitori: Italia (65%), Regno Unito (16%), Germania, Austria e Svizzera (7%), Francia (6%), Paesi Nordici (5%) e altri (1%) - Banche (61%), Banche Centrali (36%).
15/01/2024	Banca Popolare di Sondrio	Importo: 500 mln di euro - Ordini per circa 1 mld di euro - Cedola annua: 3,25% - Scadenza: 5,5 anni - Investitori: «sottoscrizioni finali distribuite in maniera pressoché uguale tra gli investitori istituzionali esteri e quelli domestici».	09/03/2022	Banco BPM	Importo: 750 mln di euro - Ordini superiori a 1 mld di euro - Cedola annua: 0,75% - Scadenza: 5 anni - Investitori: Italia (56%), Germania, Austria e Svizzera (22%), Benelux e Paesi Nordici (14%), Regno Unito (5%), Francia (2%) e Spagna (1%).
11/01/2024	Credito Emiliano	Importo: 500 mln di euro - Ordini di quasi 2,5 mld di euro - Cedola annua: 3,25% - Scadenza: 5,25 anni - Investitori: Italia (32%), Germania, Austria e Svizzera (21%), Paesi Nordici (20%), Inghilterra/Irlanda (9%), Spagna (8%) - Banche private (48%), Società di gestione fondi (40%).	12/01/2022	Credit Agricole Italia	Dual tranche: prima tranche importo 1 mld di euro, scadenza: 10 anni e cedola annua 0,375%; seconda tranche importo 500 mln di euro, scadenza: 20 anni e cedola annua 0,750%. Investitori: 80 ordini «con una preponderante componente internazionale».
10/01/2024	Credit Agricole Italia	Importo: 500 mln di euro - Ordini per quasi 5 mld di euro - Cedola annua: 3,5% - Scadenza: oltre 9 anni.			

Fonte: Comunicati stampa delle banche emittenti

Presentate le evidenze empiriche concernenti l'utilizzo dello strumento in ambito italiano, nel seguente paragrafo si sofferma l'attenzione sulle motivazioni di carattere strategico e più strettamente operative alla base della decisione di una banca di finanziarsi a medio termine tramite obbligazioni garantite e sull'insieme di rischi che contraddistinguono l'operazione e si riflettono sui fondamentali equilibri della gestione bancaria.

4. Banche e *Covered Bond.* Obiettivi e profili di gestione del programma di emissione

Per comprendere le ragioni che possono indurre le banche a ricorrere alle obbligazioni bancarie garantite nell'ambito dei propri piani di raccolta, è innanzitutto utile riferirsi a quanto gli stessi istituti hanno in passato dichiarato espressamente all'interno delle sezioni dedicate alle operazioni di *Covered Bond* rappresentate nelle Parti E delle Note Integrative dei loro bilanci[38]. Dalla lettura di tali sezioni emerge una sostanziale condivisione tra le diverse banche del nostro paese in merito agli obiettivi strategici sottostanti alle emissioni di CB: infatti le finalità sono riconducibili alle esigenze di diversificare le forme di raccolta, con la flessibilità di poter effettuare emissioni anche in una o più *tranche* o serie distinte, allungare le scadenze del passivo, finanziarsi a tassi competitivi[39] e, soprattutto in presenza di tensioni di mercato o comunque a titolo precauzionale, incrementare la *counterbalancing capacity,* trattenendo a tal fine i titoli emessi (CB *retained*) e creando in tal modo un collaterale da poter utilizzare in un secondo momento[40].

Relativamente allo scopo di diversificare le modalità di finanziamento, si deve qui sottolineare che l'introduzione dell'obbligo di rispettare i requisiti MREL a partire dal 1° gennaio 2024 ha posto in modo indiretto un limite all'importo massimo di CB che una banca può emettere (Banca d'Italia, 2014), quale alternativa rispetto ad altre fonti di finanziamento stabili: infatti, non rientrando tra le passività *eligible* ai fini dei requisiti in parola, le obbligazioni bancarie garantite non contribuiscono al raggiungimento dei coefficienti minimi MREL che vengono stabiliti dal Comitato di Risoluzione Unico e dalla Banca d'Italia. In altri termini, nel caso che un ente mostrasse una carenza nel rispettare il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, non potrebbe far affidamento

[38] Secondo quanto previsto dalla Circolare 262/2005 della Banca d'Italia, nella Parte E di Nota Integrativa deve essere obbligatoriamente inserita una sezione dedicata alle operazioni di *Covered Bond*, nella quale va riportata un'adeguata informativa sugli obiettivi strategici perseguiti, i rischi e i relativi meccanismi di controllo e le principali caratteristiche dell'operatività in oggetto.

[39] La remunerazione offerta ai sottoscrittori delle OBG dovrà comunque risultare in linea con il profilo di redditività del relativo *cover pool*.

[40] Tra i vari utilizzi dei CB *retained*, oltre alle più frequenti operazioni di rifinanziamento con BCE e altre controparti, si rilevano anche utilizzi per *collateral swap,* non specificamente richiamati nelle Note integrative esaminate. I CB *retained*, anche se ciò accade raramente, possono essere successivamente oggetto di cessione (c.d. *secondary offer*) a valori correnti, in considerazione delle remunerazioni cedolari che caratterizzano l'emissione. Un ulteriore non frequente utilizzo, che comunque viene citato per lo più con riferimento a emittenti tedeschi e nordici, è il riassorbimento dei CB emessi, con conseguente liberazione del collaterale per eventuali diversi impieghi.

sull'emissione di CB per colmare tale divario[41]. Ciò in considerazione della garanzia, a favore dei soli investitori, sugli attivi vincolati nel *cover pool*. Quindi si può affermare che il vantaggio per gli investitori legato all'esclusione dei CB dal *bail-in* – vantaggio che contribuisce a rendere ancora più sicuro e appetibile lo strumento - si traduce nel contempo in un limite per gli emittenti, i quali, per dare copertura a un loro fabbisogno, non possono finanziarsi con passività garantite quando abbiano difficoltà nel rispettare i vincoli in materia di MREL.

Per quanto concerne l'allungamento delle scadenze del passivo, si deve rilevare che i CB sono strumenti di finanziamento a medio-lungo termine che consentono di ridurre il *funding liquidity risk* che si manifesta quando attività aventi una lunga durata (quali tipicamente sono i mutui ipotecari residenziali e commerciali) sono finanziate anche con passività a breve termine. In tal senso, l'opzione di finanziarsi tramite CB potrebbe essere presa in considerazione da una banca quando i mutui erogati non trovano copertura in altre fonti di finanziamento più stabili. Va peraltro precisato che in un'emissione di CB la durata nominale e la durata media ponderata (*weighted average life*, WAL) degli attivi che formano l'aggregato di copertura sono solitamente maggiori di quella dei titoli emessi, creandosi quindi ugualmente un rischio di rifinanziamento che andrà opportunamente gestito nel momento in cui giungeranno a scadenza le obbligazioni (European Central Bank, 2008).

In aggiunta, risulta di facile comprensione e quasi superfluo evidenziare che il più basso tasso di interesse da corrispondere sui CB rispetto ad altri strumenti di debito costituisce un elemento di rilievo per le banche che hanno necessità di finanziamenti: «*la minor rischiosità di questi strumenti finanziari, di solito provvisti di rating, grazie alle garanzie dalle quali sono assistiti (segregazione degli attivi di qualità primaria ceduti, garanzia patrimoniale generica della banca emittente, impegno autonomo di garanzia del veicolo), riverberandosi in un minor rendimento, contribuisce poi, per altro verso, a renderli convenienti per le banche che possono così abbassare il costo medio della raccolta*» (Galanti, Marangoni, 2007).

Con riferimento agli effetti positivi generati dall'auto-sottoscrizione dei CB sulla *counterbalancing capacity*, occorre innanzitutto sottolineare che quest'ultima rappresenta una delle metriche che la Banca Centrale Europea tiene sotto esplicito monitoraggio ai fini di valutare il rischio di liquidità di una banca (Enria, 2023): la disponibilità di *asset* utilizzabili come collaterale in operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema incide positivamente sul profilo di liquidità della banca, riducendone, a parità di altre condizioni, il grado di rischio. Inoltre si segnala che «*the ECB considers covered bonds to be a liquid asset class. Hence, covered bonds benefit from preferential liquidity*

[41] La stessa tematica si pone per il requisito *Total Loss Absorbing Capacity* (TLAC) applicato alle banche di rilevanza sistemica globale (c.d. *Global Systemically Important Banks* – G-SIB). Tuttavia, con riferimento al contesto italiano, si rileva che a partire dal 1° gennaio 2024 non vi sono enti G-SIB (fino al 31 dicembre 2023 era invece considerata G-SIB UniCredit).

class classification and favourable haircut valuations for repo transactions with the ECB when compared with other assets such as ABS. Moreover, unlike senior bank debt, the ECB will accept self-issued "covered bank bonds" as collateral» (Will, 2024).

Parallelamente ai diversi benefici che si possono ottenere, le emissioni di obbligazioni bancarie garantite si caratterizzano tuttavia anche per numerosi rischi e costi[42] che vanno attentamente considerati se si vuole esprimere un giudizio sull'opportunità di ricorrere allo strumento in oggetto per finanziarsi.

In particolare, tra i rischi connessi all'emissione di CB, si possono identificare un rischio di tasso d'interesse nel caso vi sia un disallineamento tra i tassi degli attivi dell'aggregato di copertura e quello delle obbligazioni emesse, un rischio di credito riferito ai debitori degli *asset* oggetto di segregazione[43], un rischio di controparte concernente le terzi parti coinvolte nell'operazione (ad esempio i soggetti con i quali si stipulano derivati di copertura), un rischio di liquidità legato alla necessità di gestire dinamicamente i flussi di cassa del *cover pool*, un rischio di conformità legato alla normativa e alle regole operative interne, un rischio reputazionale in caso di mancato adempimento degli obblighi assunti e, infine, un rischio di non adeguatezza economico-patrimoniale dello strumento. Su tale ultimo rischio in particolare si ritiene utile proporre di seguito alcune riflessioni aggiuntive.

La struttura dei CB, con la previsione obbligatoria di un insieme di attivi a copertura delle emissioni di obbligazioni, comporta per la banca cedente un innalzamento dell'*asset encumbrance ratio*. Quest'ultimo è così calcolato (European Banking Authority, 2022):

(*total encumbered assets* + *total collateral received and reused*) / (*total assets* + *total collateral received available for encumbrance*).

Si tratta di un indice a cui viene prestata sempre più attenzione negli ultimi anni, anche da parte delle autorità di vigilanza[44]. Se il c.d. livello di gravame sulle attività risulta elevato, la banca potrebbe incorrere in difficoltà nell'accedere ai mercati del debito non garantito per più motivazioni (Bank for

[42] Tra i costi non vanno dimenticati quelli relativi alla quotazione degli strumenti, per lo più al Luxembourg Stock Exchange o in misura minore al Dublin Stock Exchange. Si consideri che la quotazione è ritenuta necessaria non tanto per favorire gli scambi, quindi una maggiore liquidità dei CB, considerato che gli scambi e la formazione dei prezzi avvengono per lo più nel mercato OTC (*Over the Counter*), quanto perché si ritiene che la quotazione offra maggiore sicurezza ai vari *stakeholder* del processo (emittente, *Lead manager*, investitori …) in merito al rispetto degli standard di investibilità e di trasparenza.

[43] Il rischio di tasso di interesse tasso e il rischio di credito, secondo quanto richiamato nel testo, non sono specificamente riferibili alle emissioni di CB, essendo più in generale riflesso della struttura per scadenze dell'attivo e del passivo e della qualità dei prestiti erogati.

[44] Per completezza, si evidenzia che, oltre all'emissione di CB, le principali operazioni realizzate da parte delle banche che possono comportare il ricorso al *collateral* sono le negoziazioni di strumenti derivati, la raccolta all'ingrosso realizzata tramite i pronti contro termine passivi e i depositi collateralizzati, le operazioni di rifinanziamento con la BCE, la provvista ottenuta dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) o da altri enti sovranazionali e l'emissione di assegni circolari (Drago, 2022),

International Settlements, 2013): *a)* i creditori non garantiti sono meno protetti non potendo fare affidamento su quella parte degli attivi utilizzata a garanzia dei CB; *b)* la minor tutela dei finanziatori *unsecured* è amplificata dai requisiti di *overcollateralization* stabiliti normativamente e contrattualmente che richiedono un valore degli attivi maggiore rispetto alle passività emesse; *c)* la necessità di rispettare continuativamente i vincoli di eccesso di garanzia potrebbe comportare velocemente una riduzione degli attivi residuali che non sono vincolati, soprattutto in condizioni di mercato stressate, a causa di un possibile e progressivo incremento delle necessità di collaterale per il soddisfacimento degli obblighi dell'emittente.

Ne consegue che potenziali finanziatori chirografari di una banca, i quali dispongono sia di un'adeguata forza contrattuale sia di un set completo di informazioni, potrebbero rendersi disponibili a concedere credito solamente a tassi maggiori oppure, nei casi più estremi, rifiutarsi di erogare il finanziamento se la banca presenta livelli eccessivi di *asset encumbrance*.

Va altresì sottolineato che gli attivi idonei che formano l'aggregato di copertura devono continuare ad essere di ottimo *standing* creditizio per tutta la durata dei *bond* emessi. Ciò significa monitorare costantemente la qualità e l'integrità degli attivi in oggetto, anche in relazione al valore delle garanzie ipotecarie, sensibile rispetto alle congiunture del mercato immobiliare per immobili residenziali e commerciali, procedendo quindi quando necessario ad effettuare le opportune integrazioni del *cover pool* al fine di rispettare gli stringenti vincoli normativi stabiliti per le emissioni di CB, oltreché i target di copertura fissati dall'emittente. In proposito, non appare casuale, al fine di garantire uno svolgimento ordinato dei programmi di emissione, che la Banca d'Italia richieda anche di raccordare i limiti operativi interni alla cessione di attivi idonei[45] con il *Non Performing Loans Ratio* della banca, poiché «*un elevato tasso di deterioramento delle esposizioni potrebbe essere indicativo della necessità di maggiori integrazioni di attivi idonei nel cover pool nel corso del programma e rilevare ai fini della valutazione della capacità delle banche coinvolte di disporre e/o generare attivi idonei in misura sufficiente ad assicurare l'ordinato svolgimento del programma*» (Banca d'Italia, 2023b).

Oltre alla qualità dei crediti, come già accennato dovrà essere anche monitorata, successivamente all'emissione di CB, l'evoluzione dei prezzi degli immobili oggetto di ipoteca per i mutui residenziali o commerciali che compongono il patrimonio separato. In particolare, nel caso che si verifichi una flessione dei prezzi in oggetto, può teoricamente aversi un innalzamento dei *loan to value* dei prestiti al di sopra dei massimi regolamentari. Ciò comporterebbe l'obbligo, come stabilito dalle Disposizioni di Vigilanza, di escludere i crediti non più idonei e, se necessario, sostituirli con altri al fine di rispettare i requisiti di copertura e il livello di *overcollateralization,* oppure ridurre la quota di finanziamento computabile in misura tale da ricondurre il *loan to value* nel massimo consentito.

[45] Limiti fissati per l'*OBG Loans Encumbrance Ratio*.

Quella menzionata può essere una tematica di rilievo nel contesto italiano, considerato che i patrimoni segregati a servizio dei CB risultano composti per lo più da prestiti ipotecari: la probabilità che trovi concreta manifestazione dipenderà naturalmente da quali siano i *loan to value* iniziali dei crediti ceduti all'SPV, cioè nel momento in cui le obbligazioni sono emesse, e dall'intensità della diminuzione dei prezzi degli immobili che in seguito eventualmente si verifichi.
Va altresì sottolineato che le banche di regola, nell'ambito del *Risk Appetite Framework*, fissano soglie prudenziali per l'*Asset Encumbrance Ratio* in termini di *Risk appetite* e *Risk tolerance* e monitorano l'indicatore, anche prospetticamente in considerazione del *Funding and Liquidity Plan* pluriennale, alla luce di diversi scenari base o variamente severi o stressati.
Definiti i possibili obiettivi e l'insieme dei rischi sottostanti alle emissioni, nel prosieguo si vogliono rappresentare le circostanze che potrebbero disincentivare le banche a finanziarsi con i CB e poi individuare le condizioni, interne ed esterne alle banche, che viceversa dovrebbero verificarsi per rendere conveniente sotto il profilo economico il ricorso alle obbligazioni bancarie garantite.

5. Aspetti rilevanti per una valutazione della convenienza economica del finanziamento tramite *Covered Bond*

Le decisioni di struttura finanziaria della banca sono notoriamente condizionate da numerosi vincoli di carattere regolamentare che limitano la libertà di scegliere gli strumenti mediante i quali finanziarsi: ci si riferisce ai requisiti patrimoniali, al *Leverage Ratio*, ai coefficienti di liquidità (*Liquidity Coverage Ratio* e *Net Stable Funding Ratio*) e ai vincoli relativi al MREL e, qualora applicabili, al TLAC. Una volta rispettati i valori minimi degli indicatori sopra citati, nonché i *buffer* stabiliti dalle *risk policy* interne, l'obiettivo che dovrebbe guidare le decisioni di finanziamento di una qualsiasi banca, come avviene per le imprese non finanziarie, risulta – per quanto concerne l'economicità delle operazioni - la diminuzione del costo medio ponderato della provvista.
A tal fine, i CB potrebbero sembrare la soluzione ideale dato che, come più volte ricordato, costituiscono una fonte di finanziamento con oneri inferiori rispetto ad altri titoli di debito che la stessa banca potrebbe emettere nello stesso momento. A fronte di questo oggettivo vantaggio, vi sono peraltro alcune circostanze di cui occorre parimenti tenere conto, che possono non rendere conveniente o ostacolare la realizzazione delle emissioni di CB[46]. In particolare, assumendo necessariamente che una banca sia in grado di rispettare tutti i requisiti regolamentari, va segnalato quanto segue:

[46] Si prescinde qui da impedimenti di fatto connessi a una ciclicità di mercato che può evidenziare alcune finestre temporali ritenute dagli emittenti più o meno adattate per le emissioni dei CB.

- se l'importo dei depositi della clientela a basso costo che possono ragionevolmente essere considerati una stabile fonte di finanziamento (c.d. *deposit stickiness*) risulta capiente rispetto agli attivi idonei rappresentati dai crediti verso la pubblica amministrazione e dai mutui ipotecari residenziali e commerciali, viene a mancare quella necessità di finanziamento che potrebbe essere soddisfatta dalle obbligazioni bancarie garantite;
- un *asset encumbrance ratio* su livelli già elevati e vicini, anche prospetticamente, alle soglie RAF impedisce il riconoscimento di nuove garanzie su attivi di elevato *standing* creditizio, in quanto causerebbe un incremento eccessivo del grado di rischio a carico dei finanziatori *unsecured*, riducendo ulteriormente la quota di *asset* non impegnati su cui potrebbero rivalersi in caso di insolvenza della banca;
- nel caso che non si disponga, anche prospetticamente, di sufficienti attivi non impegnati di alta qualità creditizia, non potranno essere rispettati i requisiti minimi di copertura richiesti dalla normativa, o stabiliti dal programma di emissione, per l'intera durata delle obbligazioni da emettere;
- una banca di dimensioni ridotte potrebbe non disporre degli assetti, delle procedure interne e delle risorse umane da dedicare specificamente alla strutturazione e alla gestione dei programmi di emissione;
- se la *counterbalancing capacity* si attesta già su livelli soddisfacenti, viene meno la condizione che giustifica la ritenzione delle obbligazioni garantite emesse per utilizzarle in future operazioni di rifinanziamento con la BCE;
- il possibile vantaggio economico viene meno se il differenziale di tasso di interesse tra i CB e gli altri titoli di debito *senior unsecured* non copre i maggiori costi di carattere amministrativo da sostenere nella fase di *start-up* dell'operazione e per l'intera durata del finanziamento, nonché gli oneri, che potremmo definire indiretti, legati al maggior grado di rischio che contraddistingue la banca in ragione della segregazione di quegli attivi sottratti alla «disponibilità» dei creditori chirografari[47]. Anche nel caso che i CB siano trattenuti e utilizzati come garanzia per finanziarsi sul mercato interbancario, se il favorevole spread di tasso di cui si può beneficiare in tal modo rispetto ad altre modalità di finanziamento è inferiore ai maggiori costi che si devono sostenere, viene nuovamente meno la giustificazione economica dell'operazione.

[47] Si legga quanto segue: «*...covered bonds limit the issuer's flexibility regarding the underlying cover assets and cause higher administrative costs (e.g. hedging, additional ratings, cover pool administrator) compared to senior unsecured bonds. If the spread between both asset classes is lower than the difference in administrative costs and the costs for the reduced flexibility, then it is often more attractive to issue senior unsecured debt*» (Eichert, Will, 2024).

Si sottolinea quindi che le obbligazioni bancarie garantite non sono strumenti di finanziamento utilizzabili indistintamente da tutte le banche e in qualsiasi evenienza, bensì solo al ricorrere di determinati presupposti e condizioni e specifici contesti aziendali e di mercato.

Più precisamente, i presupposti appaiono riconducibili, da un lato, alla presenza di un'esigenza di finanziamento che non possa essere soddisfatta né da depositi stabili, né da quei titoli di capitale e di debito che contribuiscono, quale obiettivo prioritario e imprescindibile, a raggiungere i target dei coefficienti patrimoniali e MREL che la banca mira a conseguire e, d'altro lato, nel caso di emissioni auto-detenute, alla volontà di poter disporre di collaterali che possano essere sfruttati prospetticamente in operazioni di pronti contro termine con altre banche o di rifinanziamento con la BCE. Trattasi di situazioni che, nell'ambito dell'operatività bancaria, possono manifestarsi contemporaneamente.

In merito alle condizioni, si è dell'avviso che le banche emittenti devono essere di adeguate dimensioni allo scopo di assicurare la presenza di quei presidi organizzativi e procedurali che vengono obbligatoriamente richiesti dalla normativa, oltreché dalle *policy* che sono parte del sistema di controllo interno. Anche se, a differenza di quanto avveniva in passato, non è più stabilito normativamente alcun limite minimo di patrimonio per consentire le emissioni, dando invece la possibilità a tutte le banche di ricorrere allo strumento previo rilascio di apposita autorizzazione da parte della Banca d'Italia, si osserva che i CB sono ancora oggi un'opzione di finanziamento presa in considerazione dai principali istituti del nostro paese. Ciò è confermato dal numero ridotto e dal tipo di emittenti: gli istituti significativi (o loro controllate italiane) e le maggiori banche *less significant.*

Oltre alla necessità di adeguate strutture e risorse, le banche devono presentare solidi fondamentali in termini di patrimonializzazione e di qualità degli attivi perché l'emissione di CB possa risultare conveniente per lo stesso emittente e per i potenziali investitori. Infatti, solo un ammontare di fondi propri elevato consente di assicurare ugualmente una tutela significativa ai depositanti e ai creditori chirografari, riducendo le conseguenze negative riconducibili all'aumento dell'*asset encumbrance*. La banca deve poi disporre, in modo continuativo per tutta la durata dei *bond* emessi e non solamente al momento dell'emissione, di portafogli di crediti di ottima qualità per garantire il rispetto dei requisiti di copertura stabiliti normativamente o contrattualmente, ovvero per assicurare il corretto funzionamento del meccanismo di doppia rivalsa che rappresenta l'aspetto distintivo dei CB.

Va tuttavia sottolineato che il buono stato di salute in cui la banca eventualmente si trova grazie all'adeguata patrimonializzazione e alla disponibilità di prestiti con alto merito creditizio, in presenza di condizioni di mercato distese e non alterate, potrebbe anche tradursi in un ridotto costo del *funding* non garantito, poiché gli investitori percepiscono una minore rischiosità della banca che richiede il finanziamento: di conseguenza, in teoria, potrebbe anche abbassarsi il differenziale di tasso tra le

obbligazioni *secured* e *unsecured* fino a un livello tale da non giustificare il sostenimento degli oneri di strutturazione delle emissioni di CB[48].

Quando invece si verificano tensioni sui mercati della raccolta all'ingrosso che portano ad acuire negli operatori la percezione del rischio di credito anche di quelle banche che si trovano in soddisfacenti condizioni, le obbligazioni garantite potrebbero rivelarsi uno strumento utile per ottenere direttamente risorse finanziarie e/o disporre di collaterali e abbassare il costo marginale della raccolta: i valori più elevati in assoluto delle emissioni di CB delle banche italiane riscontrati proprio nel 2012 e nel 2018, cioè anni contraddistinti da elevati premi per il rischio paese Italia, sembrano fornire conferme che negli anni trascorsi ciò possa essere effettivamente avvenuto.

Le considerazioni di cui sopra consentono di affermare che i CB – ricorrendone i presupposti - costituiscono un valido strumento in grado di ottimizzare il profilo di *funding* delle banche abbassandone il costo della raccolta. Tuttavia, molteplici sono le problematiche legate allo strumento, che vanno parallelamente esaminate, se si vuole fornire una complessiva valutazione sull'opportunità per le banche dell'emissione di CB, in generale e con riferimento a specifici *Funding Plan*.

In conclusione, si ritiene che le obbligazioni bancarie garantite siano un'opzione di raccolta delle risorse finanziarie che potrebbe rivelarsi funzionale agli obiettivi e alle esigenze di banche in grado di ricorrere allo strumento solo a patto che si verifichino congiuntamente una serie di stringenti presupposti e condizioni: per tali ragioni, il loro ruolo a livello di sistema, anche in prospettiva, sembra destinato ad essere residuale rispetto a quello di altre soluzioni di finanziamento a cui la banca dovrebbe dare priorità per coprire le proprie esigenze di liquidità a medio termine.

6. Osservazioni conclusive

A vent'anni dall'introduzione nella normativa italiana, i *Covered Bond* possono oggi ritenersi uno strumento consolidato e conosciuto da parte degli istituti bancari del nostro paese. Le obbligazioni bancarie garantite hanno rappresentato negli scorsi anni una soluzione finanziaria utilizzata dalle banche italiane in misura minore rispetto ad altre banche europee, in prevalenza in situazioni di mercato particolarmente stressate e con l'intento di creare dei *collateral* più che per ottenere immediatamente liquidità. Non si ritiene peraltro che l'utilizzo complessivamente limitato dei CB sia da considerarsi negativamente, poiché la copertura dei fabbisogni finanziari di una banca dovrebbe

[48] Il differenziale è però anche influenzato dalla tipologia degli investitori potenzialmente interessati all'emissione. Ad esempio, per una tesoreria bancaria, in linea di principio sensibile all'impatto sui *Risk Weighted Assets* (RWA), i CB potrebbero risultare in talune circostanze comunque preferibili rispetto a emissioni *unsecured*, poiché comportano un minor assorbimento di capitale. In tal caso, a parità di altre condizioni, si potrebbe osservare un maggior differenziale di tasso.

avvenire soprattutto con altri strumenti, quali i fondi propri, i depositi e quelle passività che sono ammissibili ai fini MREL.

In questo contributo si è proposto un approccio di analisi finalizzato a mettere in risalto, oltre ai benefici dello strumento, anche i rischi e gli oneri, che rendono conveniente l'utilizzo dei CB essenzialmente per le banche che hanno certi requisiti dimensionali e organizzativi, di patrimonio e di qualità delle esposizioni creditizie. Di conseguenza, pur non essendovi oggi alcun divieto normativo, le banche più piccole e/o che si trovano in difficoltà, con livelli di patrimonializzazione relativamente bassi e/o rilevanti portafogli di prestiti anomali e ragionevolmente con un interesse concreto a ridurre il costo del *funding*, sono di fatto escluse dal mercato delle obbligazioni garantite perché non presentano lo *standing* necessario e i prerequisiti che appaiono essenziali per attrarre l'interesse degli investitori.

Un punto di attenzione associato ai CB concerne l'aumento delle attività vincolate che, a parità di altre condizioni, porta a innalzare il rischio sostenuto dai depositanti e dagli altri creditori chirografari. In linea di principio, l'*overcollateralization*, definita dalla normativa o quella ancora più elevata fissata contrattualmente, potrebbe accentuare ulteriormente la problematica in parola[49].

Per quanto concerne tale aspetto, va qui sottolineato che il limite operativo interno fissato, con riferimento alla cessione di attivi idonei di alta qualità rispetto al totale degli attivi idonei (*OBG Loans Encumbrance Ratio*), porta a definire la soglia massima dei CB che possono essere emessi dalla banca.

Altri vincoli impliciti sono rappresentati dai livelli target di fondi propri e di MREL che la banca si propone di raggiungere per lo svolgimento della propria attività, sia per rispettare ovviamente gli obblighi minimi regolamentari, sia in coerenza con la sua propensione al rischio e con l'*issuer rating* che ambisce di ottenere. Si deve inoltre ricordare che una struttura finanziaria equilibrata dovrebbe contraddistinguersi per un peso non prevalente delle passività di mercato e rilevanti importi a titolo di depositi della clientela, i quali – se non vi sono criticità per situazioni ed eventi esterni o interni – sono durevolmente disponibili per fornire copertura alle attività (Faccincani, Rutigliano, 2023). Appare altresì opportuno che la metrica «*Loan to Deposit Ratio*» delle potenziali emittenti assuma valori prudenziali, così da non essere eccessivamente dipendenti da fonti di finanziamento che, in momenti di crisi dei mercati della raccolta all'ingrosso, potrebbero diventare di difficile accesso. In definitiva è ovviamente auspicabile che una banca faccia affidamento su un'ampia base di depositi, i

[49] L'*Asset Encumbrance Ratio* è un indicatore di rischio specifico monitorato costantemente dalla banca, per quanto non vi siano, né riteniamo possano con sicurezza rilevarsi, concrete evidenze della percezione di un maggior rischio, nella prospettiva delle controparti di mercato, in relazione a livelli relativamente più elevati dell'indicatore.

cui titolari devono essere adeguatamente tutelati anche evitando che eccessivi importi di attivi siano segregati a favore della classe dei creditori privilegiati.

Le considerazioni svolte non si propongono di sminuire l'utilità che i CB possano avere nel contesto dell'operatività delle banche: si rimarca che si tratta di obbligazioni che consentono di raccogliere liquidità a più basso costo da plurimi investitori istituzionali che ne apprezzano particolarmente la combinazione rendimento-rischio, oppure, nel caso che siano trattenuti dopo l'emissione, di disporre di collaterali che agevolano il rifinanziamento dalla Banca Centrale, grazie ai minori *haircut* applicati rispetto ad altre garanzie concesse, e da altri investitori. Si ritiene tuttavia che, similmente a quanto accaduto finora, in prospettiva i CB continueranno a essere, per le banche italiane di maggiore dimensione e in buono stato di salute e anche grazie a una rilevante *deposit stickiness*, un'opzione complementare rispetto ad altre ordinarie forme di provvista, sia per la gestione e l'ottimizzazione della propria struttura finanziaria, anche nella prospettiva di diversificazione delle fonti, sia per la provvista in situazioni di mercato particolarmente turbolente nelle quali altre fonti possano eventualmente risultare meno facilmente accessibili o significativamente più onerose.

Bibliografia

Adler M., Camba-Mendez G., Dzaja T., Manzanares A., Metra M., Vocalelli G. (2023), *The valuation haircuts applied to eligible marketable assets for ECB credit operations*, Occasional Paper Series, no. 312, march, pp. 33-34, disponibile al seguente link: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op312~3f4457b95c.en.pdf.

Albamonte D. (2007), *La disciplina delle obbligazioni bancarie garantite a tutela degli investitori e degli altri creditori bancari*, in *Bancaria*, n. 6, p. 65.

Banca d'Italia (2014), *La nuova disciplina delle obbligazioni bancarie garantite. Relazione sull'analisi d'impatto*, aprile, pp. 3-4, disponibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2014/obbligazioni-bancarie-garantite/AIR_OBG.pdf.

Banca d'Italia (2023a), *Documento di consultazione sulle disposizioni della Banca d'Italia in materia di "Obbligazioni bancarie garantite"*, 12 gennaio, p. 3, disponibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2023/obbligaz-banc-garantite/Documento_consultazione.pdf.

Banca d'Italia (2023b), *Disposizioni della Banca d'Italia in materia di obbligazioni bancarie garantite. Consultazione pubblica avviata il 12.01.2023. Tavola di resoconto alla consultazione*, 30 marzo, pp. 11-12, disponibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2023/obbligaz-banc-garantite/Circolare_285_Obbligazioni_bancarie_garantite_Tavola_di_resoconto.pdf.

Banca d'Italia, *Relazioni annuali e Appendici*, anni vari.

Bank for International Settlements (2013), *Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets*, Committee on the Global Financial System Papers, no. 49, may, pp. 12-13, disponibile al seguente link: https://www.bis.org/publ/cgfs49.pdf.

Drago D. (2022), *Le attività vincolate dei maggiori gruppi bancari italiani*, in *Banca Impresa Società*, n. 3, dicembre, pp. 327-328.

Eichert F., Will F. (2024), *Covered bonds vs other asset classes*, in *European Covered Bond Fact Book*, European Covered Bond Council, p. 189, disponibile al seguente link: https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2024/08/FactBook-2024_web.pdf.
Enria A. (2023), *Interview with Milano Finanza*, 22 july, disponibile al seguente link: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2023/html/ssm.in230722~111bdb656b.it.html.
European Banking Authority (2016), *Eba report on covered bonds. Recommendations on harmonisation of covered bond framework in the EU*, 20 december, p. 85, disponibile al seguente link: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/documents/10180/1699643/d2b08b75-601f-4de3-ba36-ad674cdc0d46/EBA%20Report%20on%20Covered%20Bonds%20%28EBA-Op-2016-23%29.pdf.
- (2022), *Eba report on asset encumbrance*, june, p. 19, disponibile al seguente link: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/Risk%20Assessment%20Reports/2022/1036110/Report%20on%20Asset%20Encumbrance%202022.pdf.
European Central Bank (2008), *Covered Bonds in the EU Financial System*, december, p. 11 e p. 17, disponibile al seguente link: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en_en.pdf.
European Covered Bond Council, *European Covered Bond Fact Book*, anni vari.
Faccincani L., Rutigliano M. (2023), *Mrel e funding delle banche italiane significative: attese e qualche preoccupazione*, in *Bancaria*, n. 7-8, p. 48.
Galanti E., Marangoni M. (2007), *La disciplina italiana dei Covered Bond*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d'Italia, Roma, giugno, p. 9, disponibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2007-0058/quarigi_58.pdf.
Packer F., Stever R., Upper C. (2007)*, Il mercato dei covered bond*, Rassegna Trimestrale BRI, settembre, pp. 4-5, disponibile al seguente link: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709ita_f.pdf.
Schuller M. (2018), *Divining the future for (retained) covered bond supply in light of TLTRO repayments*, in *European Covered Bond Fact Book*, European Covered Bond Council, p. 69, disponibile al seguente link: https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2018/08/ECBC-Fact-Book-2018-final.pdf.
Will F. (2024), *The repo treatment of covered bonds by central banks*, European Covered Bond Fact Book, p. 165, disponibile al seguente link: https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2024/08/FactBook-2024_web.pdf.